

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

Broad
Perspective
Review

多角的レビューシリーズ

「物価変動と金融政策の課題 ― 教訓と展望 ―」 2024年国際コンファランスの模様

Discussion Paper No. 2024-J-17

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

「物価変動と金融政策の課題 ― 教訓と展望 ―」 2024 年国際コンファレンスの模様*

1. はじめに

日本銀行金融研究所は、5 月 27 日～28 日に「物価変動と金融政策の課題 ― 教訓と展望 ―」をテーマとして 2024 年国際コンファレンスを開催した¹。1983 年の初回以降、今年で 29 回目を迎えた本コンファレンスは、日本銀行の金融政策の「多角的レビュー」の一環として開催され、物価変動ダイナミクスと伝統的・非伝統的金融政策について活発な議論が行われた。

植田和男（日本銀行）の開会挨拶に続き、ジョン・B・テイラー（スタンフォード大学）が近年の米国をはじめとする各国のインフレと金融政策について論じた前川講演を行った。また、内田眞一（日本銀行）が日本の過去 25 年間の物価変動について、金融研究所海外顧問のマーカス・ブルネルマイヤー（プリンストン大学）が回復力を意味するレジリエンスを踏まえた金融政策について、それぞれ基調講演を行った。論文報告セッションでは、ジョン・H・コ克蘭（スタンフォード大学）、法眼吉彦（日本銀行）、ソフォクルス・マブロエイディス（オクスフォード大学）、リカルド・ライス（ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス・アンド・ポリティカル・サイエンス）が、物価と金融政策に関する理論的・実証的な研究の報告と討議を行った。

さらに、1 つ目の政策パネル討論では金融研究所海外顧問のアタナシオス・オルファニデス（マサチューセッツ工科大学）を座長とし、物価変動をテーマとして、チャールズ・L・エバンス（前シカゴ連邦準備銀行）、ピエール＝オリヴィエ・グランシャ（国際通貨基金）、オッリ・レーン（フィンランド中央銀行）、エリ・レモロナ Jr.（フィリピン中央銀行）、ボシティアン・ヴァスレ（スロベニア銀行）の 5 名がパネリストを務め議論をかわした。ブルネルマイヤーを座長とする 2 つ目の政策

* 本稿は“Price Dynamics and Monetary Policy Challenges -- Lessons Learned and Going Forward -- Summary of the 2024 BOJ-IMES Conference,” (IMES Discussion Paper Series No.2024-E-11)の日本語版である（文責：日本銀行金融研究所）。本コンファレンスのオーガナイザーとして、金融研究所の海外顧問であるマーカス・ブルネルマイヤー教授およびアタナシオス・オルファニデス教授、およびその他の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。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。

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。所属はコンファレンス開催時点のもの（敬称略）。

パネル討論では、伝統的・非伝統的金融政策の効果をテーマとして、ミシェル・W・ボウマン（連邦準備制度理事会）、トーマス・J・ジョルダン（スイス国民銀行）、ロレッタ・J・メスター（クリーブランド連邦準備銀行）、イザベル・シュナーベル（欧州中央銀行）、氷見野良三（日本銀行）の5名がパネリストを務め議論をかわした。

2. 開会挨拶

植田は、国際コンファレンスの導入として、日本銀行が本年3月に実施した金融政策の枠組みの見直しに言及した後、過去25年間について振り返った²。**植田**は、日本銀行が多岐にわたる非伝統的な金融政策を実施したにもかかわらず、ゼロ・インフレまたは低インフレから長きにわたり脱却できず、「ゼロ・インフレの罠」に陥ってしまったのはなぜかと問いかけ、その主因として「ゼロ金利制約 (Zero Lower Bound: ZLB)」を挙げた。オーバーナイト・コールレートは、1995年後半までには既に0.5%を下回る水準まで低下しており、その後にゼロ・インフレの罠が始まるまでには、日本銀行は、経済を刺激するための短期金利に対する影響力を既に使い切ってしまった、と指摘した。

一方、ゼロ・インフレの罠に陥った最初の数年間において、明示的なインフレ目標がなかったことや、2013年に入るまでは、日本銀行の長期国債の保有残高は顕著に増えておらず、長期国債の買入れペースは比較的遅いものであったことを挙げ、日本銀行が採用した政策枠組みの展開について、いくつかの点でその時点で最適ではなかったとの指摘もあるかもしれない、と付言した。

また、**植田**は、日本銀行が困難に直面したもう1つの理由として、低インフレが持続するという予想が定着したことを挙げ、これが、経済主体の行動変化、とりわけ、企業の戦略的な価格設定行動の変化につながり、ゼロ・インフレの罠に陥っていた期間を長引かせることになった、と指摘した。しかし、2014年以降には明確な変化が現れ、賃金が小幅ながらも上昇しはじめ、その後、昨年から今年にかけて、近年の世界的なインフレとそれまでの金融緩和の枠組みが維持されたことの影響から、急激に上昇していった、と述べた。

最後に、これまでのところ、インフレ予想をゼロ%から押し上げることに成功したように見えるものの、今後は、それを2%の目標値にアンカーしなければならない、と述べ、日本銀行は、その実現に向けて注意深く進んでいくつもりだとして、開会挨拶を結んだ。

3. 前川講演：The Way to Stability and Growth in the World Economy（世界経済の安定と成長への道）

テイラーは、最初に、2008年の国際コンファレンスにて自身が行った第1回前

² 詳細は、植田 [2024] を参照。

川講演³の内容を振り返った⁴。まず、第1回講演当時の主要な懸念の1つが、最近の主要な課題であるインフレ高進だったこと、に言及した。そのうえで、足もとでは政治経済的および地政学的な結び付きが強まっているため、インフレだけではなく、それ以外の経済問題の多くも、互いに強く共鳴していると述べた。さらに、世界的な高インフレ等を含む、経済問題への対処にあたって、諸問題を個別に取り扱うのではなく、各問題間の重要な相互作用を認識したうえで、包括的かつ国際的に政策を検討する「前川の（包括的）アプローチ」の重要性を強調した。

次に、近年の米国をはじめとする各国のインフレと金融政策について論じた。米国等では、テイラー・ルールが示唆する政策金利と比べて、今回の利上げのタイミングは遅く、低金利期間が長かったことを指摘し、この結果、中央銀行はビハインド・ザ・カーブ (behind the curve) に陥り、高インフレを招いたとの見方を示した。そうしたもとの、①連邦準備制度 (Federal Reserve: Fed) は、シンプルなバージョンのテイラー・ルールが示唆する4%程度の金利水準を大きく超える5%台まで政策金利を引き上げるに至ったことや、②米国近隣のラテン・アメリカ諸国も同様にビハインド・ザ・カーブの状態に陥った可能性があることを指摘し、この現象は世界的な現象であり、インフレは世界的な問題になった、と述べた。

テイラーは、「世界は高インフレ期 (a new era of high inflation) に突入したのか」との問いを投げかけ、中央銀行が政策を調整し続けなければ、答えは明確な「イエス」であると指摘した。中央銀行はこれまで以上にルール・ベースの政策運営を行うことで、ビハインド・ザ・カーブを避けることができ、結果として、経済に大きなダメージを与えうる急速な利上げを回避できると主張し、講演を締めくくった。

フロアとの質疑では、最初に、本セッションの議長である**ピーター・カジミール** (スロバキア国民銀行) が、相互関連性が強まったグローバル経済における中央銀行間の政策協調の重要性や、将来の経済ショックの影響を軽減するための予防的な (preemptive) 政策対応について質問した。**テイラー**は、統合が進んだ世界経済において政策協調の概念は非常に重要である述べたほか、インフレ目標の水準、実体経済の状態、為替レートへの配慮、政策反応関数におけるインフレ率の係数等、さまざまな観点から議論を重ねておくことで、正しい政策対応を行う準備ができるのではないかと述べた。

続いて、ルールに基づく金融政策運営の在り方等について、いくつかの質問やコメントが寄せられた。**オルファニデス**は、米国では2021年以降のインフレ高進が例外的事象として認識され、予想インフレ率が驚くほどアンカーされていたことを指摘し、そのもとのFedは利上げを急がずビハインド・ザ・カーブに陥り、その後、テイラー・ルールによって示唆される金利水準を超えて利上げせざるをえなくなった点について、見解を尋ねた。**ジョルダン**は、経済を巡る不確実性を踏まえると、

³ 詳細は、Taylor [2008]を参照。

⁴ 詳細は、Taylor [2024]を参照。

中央銀行は常にルールに従って政策判断を行うのではなく、状況によっては裁量的な政策判断を行う方がよいという考え方があると述べ、それに対する見解を求めた。**メスター**は、多くの相反する事象を踏まえると、中央銀行が裁量を捨ててルールに固執することは難しいだろう、と述べた。**青木浩介**（東京大学）は、ゼロ金利制約のもとでの最適な金融政策は、インフレ率のオーバーシュートリングを許容することだが、最近のビハインド・ザ・カーブの議論をかんがみると、グローバル・インフレ期以前に、このような歴史依存型金融政策（history-dependent monetary policy）の利点が強調されすぎていたのではないかと疑問を投げかけた。**テイラー**は、これまでの経験上、ルールに基づく政策運営は上手く機能してきたが、そのことは政策ルールが完璧であることを意味しておらず、政策ルールにどの変数や要素を考慮するかという意味において、裁量的な政策判断について議論する余地があると答えた。また、オーバーシュートリングの利点のみを強調することに否定的な見方を示し、画一的な見方をするのではなく、さまざまな経済モデルで評価することが重要なのではないかと、その見方を示した。

さらに、政策ルールの特定化や適用方法等について、さまざまな議論がなされた。**レーン**は、戦略的レビューの結果を踏まえて、欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）がインフレ目標の数値的表現を上下対称に変更したことに言及し、そのことがインフレの安定化に寄与した、とコメントした。**岩田一政**（日本経済研究センター）は、米国の中立金利に対する見解を問うた。**若田部昌澄**（早稲田大学）は、日本のように、インフレ予想を2%にアンカーさせる途上だったとしても、テイラー・ルールを厳格に適用し、利上げをするべきなのか、と意見を求めた。**レモロナ**は、フォワード・ガイダンスは、ルールに基づく政策金利を、どの程度足もとの金利に反映させるのかという文脈において、スムージング・パラメータに関する裁量を反映しているとの見解を述べ、そうした裁量は、ビハインド・ザ・カーブに陥る可能性を高める傾向がある、とコメントした。**吉野直行**（慶應義塾大学）は、インフレの発生原因が、需要要因と供給要因のどちらかによって、政策ルールが変わりうるかを尋ねた。**エバンス**は、ベースラインとなる単一の正確なルールのみを追求するのではなく、複数の代替的なシナリオを検討することが重要であると論じた。これらの質問・コメントに対して、**テイラー**は、潜在成長率の推計、中立金利の水準、国際的に連関する供給要因の識別等は容易ではなく、金融政策運営を困難化させる要因であると述べ、それらについて学界と政策担当者間で絶えず議論することが重要であるとの認識を示した。また、これまでに提示された論点からわかるように、政策ルールを1つに定める必要はなく、政策当局は、さまざまな政策ルールをモデル化して、それら进行评估しながら、より良いルール・ベースの政策運営に向けた議論を深めることが重要である、と応じた。

4. 基調講演①：Price Dynamics in Japan over the Past 25 Years（わが国における過去 25 年間の物価変動）

内田は、わが国における過去 25 年間の物価変動を振り返り、この間の金融政策運営を、端的に言えば、「しつこいデフレとの闘い」であり、「ゼロ金利制約との闘い」であったと評した⁵。そして、現在の日本の物価を巡る動向の変化が、不可逆的なデフレからの構造変化を意味するのか、あるいは、単に一時的な現象にすぎないのか、との論点を提示し議論を展開した。

最初に、デフレが生じた背景として「成長トレンドの低下」と「慢性的な需要不足」の 2 つを指摘し、潜在成長率が下がり、自然利子率が趨勢的に低下してきた、と述べた。この背景として、1990 年代初頭の資産バブルの崩壊を契機として、金融システムの混乱や、企業部門における痛みを伴うバランスシート調整が生じたことを指摘した。さらに、過剰設備、過剰雇用、過剰債務への対応を余儀なくされたもとで、企業は次第にリスクテイクに慎重になり、新興国の台頭に伴うグローバル化の潮流への対応の遅れもあいまって、わが国の自然利子率が、他国対比で、より早くかつより大きく低下した、と述べた。

また、内田は、2000 年代にかけて、ゼロ金利制約に直面するもとで、日本銀行の金融政策は、実績インフレ率や予想インフレ率を押し上げる十分な力を発揮できなかったと述べた。さらに、社会のコンセンサスとして「雇用を守る」ことが重視され、雇用や企業数の過剰が残された結果、価格面では、企業は絶えず厳しい競争に晒され続けたほか、賃金面では、雇用の安定と引き換えに賃金が削減されたと指摘した。こうして、企業の間では、「物価と賃金が変わらない（no change in prices and wages）」ことを前提とした価格設定行動が広がり、ある種の社会的なノルム（social norm）となり、このノルムが、あたかも、インフレ予想がゼロ%でアンカーされているかのように働いたと指摘した。

次に、日本銀行は、2013 年以降、量的・質的金融緩和（QQE）やイールドカーブ・コントロール（YCC）等の政策によって経済に高圧をかけ続け、政府の諸施策とあいまって、デフレのそもそもの原因である需要不足とその結果として生じた過剰な労働供給は解消された、と述べた。デフレ的なノルムの克服については、答えはそこまで明白ではないものの、近年の世界的なインフレが最後の一押しとして作用し、人手不足が続くもとで、社会的なノルムは解消に向かっている、と述べた。

最後に、インフレ予想を 2%にアンカーしていくという課題は残っているものの、デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野に入っていると評価し、基調講演を締めくくった。

フロアとの質疑で、伊藤隆敏（コロンビア大学）は、財とサービスの間の価格変動の違いを指摘したうえで、公共料金等を含むサービス価格においても、ノルムが

⁵ 詳細は、内田 [2024] を参照。

解消したといえるのか、と問うた。**ブルネルマイヤー**は、日本では、金融危機後に企業数や雇用が維持されたことに伴い、生産性の低い企業に労働者が滞留し、潜在成長率や自然利子率が低下したのではないかと指摘したうえで、適切な実質賃金上昇率や企業倒産率はどの程度なのか、と尋ねた。**岩田**は、実質金利と実体経済の動きをかんがみると、自然利子率は、多くの人が予想する水準よりもはるかに低いのではないかと指摘した。これらの質問に対し、**内田**は、現時点でサービス価格のノルムが解消したとはいいい切れない点に同意したうえで、不確実性はあるものの、労働市場の変化が不可逆的な構造変化であれば、サービス価格のノルムも変化するだろうと答えた。また、人手不足が、企業による賃金・価格の設定行動の変化を促し続けるならば、最終的には、自然利子率の押上げにもつながる可能性がある、との見方を示した。さらに、自然利子率の推計の難しさを強調しつつ、その水準が非常に低かった可能性もあると応じた。

ライスは、2%の物価安定目標と実際のインフレ率との間で乖離が続いた点に関し、中央銀行としての信認が毀損することはなかったかと尋ねたほか、メニュー・コストの存在をかんがみると、日本のインフレ率が平均的に1%未満で推移してきたことは、それほど大きな問題ではないとの見方も存在するのではないかとコメントした。**カジミール**は、この間の低金利環境における、金融政策と財政政策の相互作用から得られた含意を問うた。**内田**は、日本銀行がこれまで2%の物価目標を達成できなかった理由についていくつかの見方があると述べ、それらが中央銀行の信認に与えた影響は定かではないとし、また、日本銀行がインフレ目標を設定した後の10年間で、平均的なインフレ率は緩やかながらも着実に上昇し、デフレではない状態に移行したと答えた。さらに、その10年間、政策の効果と副作用のバランスをとるように配意しながら政策対応を行ったことを付言した。また、中央銀行は自らの物価安定目標に応じた政策を採るべきであり、2%の物価安定の目標を達成した後に、財政支援を目的として金利を低位に据え置くようなことはない、との見方を示した。

ジョルダンは、非常に緩和的な金融政策が続く中、賃金が急上昇し、インフレ率も突如として急騰するリスクについて尋ねた。**オーサ・オッリ・セーゲンドルフ**（スウェーデン・リクスバンク）は、日本では賃金交渉がバックワード・ルッキングで実施される傾向があり、そのことが低インフレの原因の1つであることを指摘した研究例に言及し、その傾向の変化が、今後の物価動向に与える影響について質問した。**内田**は、これまでのところ賃金上昇率は物価上昇率に追いついておらず、制御困難な賃金・物価上昇のスパイラルが生じるといったリスクを懸念する状況ではない、と答えた。また、この2年間に生じた春季労使交渉における大きな変化が今後の物価動向に与える影響について、注視していく、と述べた。

5. 基調講演② : (Un)conventional Monetary Policy and Resilience (＜非＞伝統的金融政策とレジリエンス)

ブルネルマイヤーは、負のショックに対して実体経済が落ち込んだ後に回復する力（レジリエンス、resilience）について紹介し、レジリエンスを重視する伝統的・非伝統的金融政策の運営（レジリエンス・アプローチ）について議論した。最初に、よく知られている2つのアプローチである、将来の経済予測を基にリスク間の相関関係を考慮してリスクを最小化するというリスク・マネジメント・アプローチと、リスクが顕在化した際のダメージを最小化しようとするロバストネス・アプローチとの比較を行った。レジリエンス・アプローチでは、新しい環境に適用する力（adaptability）と、実際にショックが発生したときに速やかに効果的な対策をとる敏捷性（agility）が重視されると述べ、同アプローチのもとでは、他のアプローチ対比、長期的に高い経済成長を達成できる、と論じた。

レジリエンス・アプローチの留意点として、第1に、マクロレベルのレジリエンスは、ミクロレベルのレジリエンスを必ずしも意味しない、と論じた。例えば、1990年代後半の日本の金融危機では、ある程度の企業倒産を許容し、企業の新陳代謝を促すことが重要であったと述べた。第2に、リスクの大きさではなく、リスクの性質を把握することが重要であると述べ、回復することができない「罠（trap）」や負のフィードバック・ループに陥らせる「転換点（tipping points）」を見極めることがレジリエンスにとって必須であると論じた。レジリエンスを損なう罠の一例として金融危機を挙げ、金融危機後、一度落ち込んだGDPは回復しない傾向にあると述べた。

次に、金融政策に焦点を当てて、フォワード・ガイダンスは、コミットメントが弱いと効果が限定される一方、コミットメントが強いと外的環境変化に適応できずレジリエンスが損なわれ、罠にはまりうるという意味において、トレードオフの関係にあると論じた。量的緩和（Quantitative Easing: QE）については、利上げ時に中央銀行の財務を悪化させるため、政府が中央銀行の行動を制限する財政従属（fiscal dominance）を強める可能性があるほか、そのような経路を念頭に、利上げを急速に行わないであろうと市場が予想することを通じて、「暗黙のフォワード・ガイダンス（implicit forward guidance）」として作用してしまう可能性を指摘した。

一方、レジリエンスに資するQEとして、利上げ準備のためのQE（preparatory QE）を提唱した。金融機関が大きな金利リスクを抱えるもとでの利上げは、金融安定を損なう可能性があるとして、QEによって事前に金利リスクを吸収できれば、利上げの自由度を確保でき、レジリエンスの強化に資する、と論じた。また、中央銀行が、赤字や債務超過に陥ると、その受け止められ方次第では信任の低下という罠に陥る可能性があるため、法定準備預金と超過準備の配分見直しを通じて、金融機関への利払いを抑えることも一案である、と論じた。最後に、国際的なレジリエンスのメカニズムとしての変動為替相場制に言及し、講演を締めくくった。

フロアとの質疑では、**シュナーベル**は、予想インフレのアンカリングとレジリエンスの関係について質問した。次に、もし中央銀行が準備率操作を行いたいならば、金融政策手段の1つとして議論されるべきであると述べたうえで、準備率操作が市場に予期されることで、超過準備の拡大を避けるインセンティブが金融機関に生じ、かえってQEの効果を弱める等、意図しない副作用や再分配効果をもたらす懸念はないか、と問うた。**ブルネルマイヤー**は、予想インフレのアンカリングはレジリエンスにとって最も重要（paramount）だと答えた。また、準備率操作は、その割合を変更することを通じて平均的な金利を調整していることを意味するため、金融政策手段だと解釈できる、と述べた。準備率の変更が予期せぬ再分配効果をもたらすことは否定できず、銀行間だけでなく、銀行セクターからノンバンク・政府への再分配も引き起こしうると同意した。

内田は、変動為替相場制がレジリエンスを高めることについて同意しつつも、Fedが世界金融危機（Global Financial Crisis: GFC）後にQEを実施した際に、他の中央銀行がそれに追随しないことは現実的には難しかったのではないかと言及し、グローバルにレジリエンスを高める金融政策アプローチについては、中央銀行コミュニティ内でも議論されるべきだろうと主張した。**ブルネルマイヤー**は、現在の国際通貨体制のもとでは、ある国で発生した負のショックを、その国の通貨切り下げを通じてある程度緩和することが非公式には許容されていると述べつつも、限度を超えた近隣窮乏化政策（beggar-thy-neighbor policy）としては許容されておらず、そうしたコンセンサスを形成するために、中央銀行間で理解を深めることは重要であると応じた。

ジョルダンは、利上げ前に行うQEに際して、銀行セクターから大量の長期債を買い入れる場合には、中央銀行における当座預金が積みあがることになる、と述べたうえで、そうした状況下でゼロ金利が課される法定準備預金の割合を高めると、銀行システムにストレスをかけることにならないか、と問うた。**ブルネルマイヤー**は、金利リスクをすべて吸収する必要はなく、利上げによる影響が、金融システムの安定を損なわない程度までコントロールすればよいとしたうえで、銀行は法定準備率の引上げによる影響を吸収できるだろうと述べたほか、QEを危機への耐性を強化するための政策と考えるべきだと強調した。**グランシャ**は、QEを利上げ前の備えとして（as a preparatory tool）用いることは、国債を高値で買い取ることになるため、金融機関に対してプット・オプションを提供していることになるのではないかと質問した。**ブルネルマイヤー**は、銀行セクターの金利リスクが、将来の利上げペースを制限する可能性を注視することが重要であり、中央銀行が高値で国債を買い取ることに主眼があるわけではない、と答えた。

植田は、日本銀行は、当期剰余金の一部を準備金として積み立てており、これは、最終的な出口に備えての適用力（adaptability）を高める施策だと考えることが可能か、と問うた。また、日本銀行によるETF等のリスク性資産の買入れに対する見

方について質問した。**ブルネルマイヤー**は、バランスシート上の純資産を増やす取組みは、将来の損失に備える意味で非常に賢明な判断であると評価したほか、リスク性資産の買入れは、金融機関のバランスシート制約を緩和するという意味において、経済全体のレジリエンスを高めるツールとみなすことができると回答した。

エバンズは、レジリエンス・アプローチが、他のアプローチと比べて、長期的に望ましい成果をあげられるとする主張と、金融政策は長期的に中立という一般的な理解の間の整合性について問うた。**ブルネルマイヤー**は、確かに単純なニューケインジアン・モデルでは、金融政策は長期的に中立であるものの、例えば金融政策が民間の投資に影響を与えるような複雑なモデルを考えると、金融政策が長期的な効果を発揮することは十分考えられる、と回答した。

コ克蘭は、レジリエンス・アプローチの重要性を認めつつも、自分たちがどの状態にいるのか、転換点がどこにあるのかを把握することは、現実的に可能なのかと質問した。また、準備率を引き上げると同時に、法定準備預金に付利を行わないならば、金融機関は預金者に金利を支払うことが難しくなり、その結果として過去の金融抑圧（financial repression）のようになるのではないかと指摘した。さらに、銀行の金利リスクの管理は規制当局の仕事であるほか、こうした金利リスクは、本来は資本を使って吸収すべきなのではないかと指摘し、中央銀行が QE を通じて市場全体から金利リスクを吸い上げることの妥当性について、疑問を呈した。**ブルネルマイヤー**は、転換点等の把握が難しいからといって諦めるのではなく、把握への取組みを続ければ何らかの解決策が得られるであろうと回答した。また、法定準備預金に付利しないことは金融抑圧とも解釈されうるが、そもそも、銀行セクターが、預金市場における寡占を背景に、準備預金への付利金利を預金金利に十分にパススルーしていなかったのであれば、付利しないことは、金融抑圧というよりは、付利金利と預金金利の差を縮小させる修正力（corrective force）として効果を発揮するだろう、と回答した。

6. 論文報告セッション

(1) Inflation, Monetary and Fiscal Policy, and Japan（インフレーション、金融・財政政策と日本）

コ克蘭は、まず、バブル崩壊があった 1990 年代初頭以降の 30 年間の日本の経済物価動向を概観して、この期間の金融政策は、物価の安定、貨幣保有の限界費用をゼロにするゼロ金利、流動性需要の飽和を達成したという意味で、最も望ましい帰結をもたらしたと主張した⁶。金融政策は長期的に実体経済に中立であることをかんがみると、過去 30 年間の経済低迷の原因は金融政策ではなく、その他の問題に帰すると述べた。過去、日本は、米国のような最先端の技術を持つフロンティア

⁶ 詳細は、Cochrane [2024]を参照。

の経済に収斂するという、キャッチアップ型の成長を遂げたと述べ、その後は、生産年齢人口当たり GDP 成長率でみると、フロンティアの成長率に近い伸びを示してきたと指摘した。さらに、バブル崩壊についても、フロンティアへの移行過程として表現できると述べた。

続いて、物価水準の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level: FTPL）を紹介し、財政の長期的な持続性についての期待がインフレ率の決定にとって重要であると指摘した。FTPL のもとでは、国債の発行残高増加に対して、将来の増税や財政支出削減で国債の償還が賄われるという期待があればインフレは生じない一方、そのような期待がなければインフレが生じる。日本の経験は、さまざまなインフレ理論のうちどれが正しいのかを示す決定的なテストであったと述べたうえで、ゼロ金利のもとでもデフレ・スパイラルや複数均衡に起因する価格変動がみられなかった日本経済は、標準的なニューケインジアン・モデルではなく、FTPL と親和的であると指摘した。さらに、QE のもとで、マネーと政府債務の大規模な交換が行われたにもかかわらずインフレ率が上昇しなかったことから、マネタリズムの主張も必ずしも当てはまらないと付言した。

最後に、コロナ禍におけるインフレの要因に関して、Barro and Bianchi [2023] について触れ、各国のインフレ率は財政赤字・政府債務残高比率と相関しており、FTPL による示唆と整合的であると指摘した。加えて、景気後退なしにインフレ率が低下した点も、FTPL と整合的であると指摘した。日本のインフレ率が相対的に低かった理由としては、政府債務残高がすでに大きかったこと、財政支出がそれほど大きくなかったこと、政府への信認が高かったことを挙げた。

討論者の須藤直（日本銀行）は、1990 年代前半以降の日本の需給ギャップの推移をみると、マイナスで推移する時期が多い傾向があり、これは、恒常的な需要不足が生じていたことを示唆するとともに、だからこそインフレ率が低位で推移したと指摘した。FTPL については、まず、レジームによって政策的な含意が大きく変わるだけに、レジームが、積極的（active）な金融政策と消極的（passive）な財政政策の組み合わせなのか、それ以外なのかを識別することが重要だと述べた。Sunakawa [2024] の研究に触れつつ、日本の家計と米国の家計とで、将来の政府の債務管理・財政政策スタンスについての予想が異なり、それが両国のインフレの違いに影響している可能性があるとして述べた。コ克蘭は、レジームの識別は難しいものの、約 30 年間続いたゼロ金利環境下において、どのような事象が生じたかを吟味することを通じてレジームに関する知見が得られるのではないかと述べた。

フロアからは、シュナーベルは、QE による広義マネーおよびインフレ押上げ効果は、銀行部門のバランスシートの強さ等の経済環境に依存するのではないかと尋ねた。コ克蘭は、その点に同意したうえで、M2 でマネーを考えるのであれば、中央銀行はマネーを制御できないと述べた。レモロナは、ドルや米国債の国際的地位が、FTPL 等の議論にどう影響するのかを問うた。コ克蘭は、海外主体による

ドル保有需要は、米国債の利回りをやや低下させるものの、FTPL から得られる示唆には影響しないと回答した。

植田は、FTPL の考え方が妥当ならば、1990 年代後半の日本においては、財政赤字が拡大するもとで、インフレ率はマイナスとなっていたが、当時の人々の間に、財政赤字に財源の裏打ちがある（funded deficit）という考え方があったということの証拠になるのか、と指摘した。**コ克蘭**は、FTPL の成立有無を推計によって確認することは難しいものの、政府への信頼の有無は、計量経済学的観点よりも経済史的観点から検証することが重要である、と応じた。

エバンスは、2022 年におけるインフレ高進について触れ、当時、サプライ・チェーンの混乱等の供給ショックが生じており、こうした要因が物価を上昇させたと考えるのが自然であると述べ、財政政策がどのようにインフレに寄与したのか尋ねた。**コ克蘭**は、供給ショックは、相対価格変動を引き起こすものの、物価水準全体の上昇を引き起こすためには、緩和的な金融・財政政策が必要だと回答した。**塩路悦朗**（中央大学）は、日本銀行の YCC が国債のターム・プレミアムを押し下げたことで、本来の政策意図とは反対に、FTPL のメカニズムを通じて、インフレ圧力を緩和した可能性はあるのか、と疑問を投げかけた。**ジョルダン**は、日本の金融政策がより引締め的なものだったならば、どのような結果になっていたと想定されるか、また、どのような政策であれば 2% のインフレ率をより早く達成できたかとの論点を提示した。**マブロエイディス**は、コ克蘭が言及した政府債務とインフレ率の関係は相関関係であり因果関係ではないと指摘した。**コ克蘭**は、確かに相関関係であると認めつつも、それ自体興味深い事実だと述べた。**岩田**は、フリードマン・ルールのもとでは、理論的には持続的なデフレが生じるのではないかと指摘した。**コ克蘭**は、日本については、名目・実質金利がともにほぼゼロだったために、インフレ率がマイナスにならなかったと述べた。

(2) On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms（わが国企業の価格設定行動と「ゼロインフレ・ノルム」について）

法眼は、わが国企業の「ゼロインフレ・ノルム」に関する分析を報告した⁷。ここでいうゼロインフレ・ノルムとは、企業が相応に長い期間において価格を据え置く状態を指すと述べた。まず、わが国の消費者物価について、その基礎統計にあたる小売物価統計調査の品目・都市レベルデータを用いて、1990 年代から足もとまでの価格改定頻度等の観察結果を説明した。具体的には、対象期間を、1990 年から 1994 年のインフレ期（フェーズ 1）、1995 年から 2020 年の低インフレ期およびデフレ期（フェーズ 2）、2021 年から 2023 年の高インフレ期（フェーズ 3）に分けて整理し、ゼロインフレ・ノルムは、フェーズ 2 の時期に、財部門よりもサービス部

⁷ 詳細は、Furukawa *et al.* [2024]を参照。

門において顕著であったと述べた。また、フェーズ1から2にかけて、サービス部門において、上方の価格改定頻度が顕著に低下し、他方で、下方の価格改定頻度の上昇が限定的であったことが、フェーズ2におけるゼロインフレ・ノルムの形成に帰結したと述べた。

次に、平易なメニュー・コスト・モデルを用いて、ゼロインフレ・ノルムの形成について論じた。モデルのシミュレーションの結果、ゼロインフレ・ノルムの形成は、フェーズ1から2において生じたインフレ率の低下により最大で半分程度説明できること、残りの半分を説明するためには、フェーズ1から2において、メニュー・コストの上昇や、価格設定における戦略的補完性の高まり等、追加的な変化が生じたと想定しなければならないことが示された。**法眼**は、これらを踏まえると、フェーズ2において、実際の企業は、モデルが想定する以上に、価格を変えることに対して消極的・慎重になっていたことが示唆される、と主張した。

討論者の**パオロ・ペセンティ**（ニューヨーク連邦準備銀行）は、ゼロインフレ・ノルムの発現は日本社会特有のものなのか、日本のゼロインフレ・ノルムの発現のタイミングと長期化を説明するナラティブは何か、ゼロインフレ・ノルムは終わったのか、それとも繰り返すのかという3点について質問した。**法眼**は、ゼロインフレ・ノルムは、過去に他国でもみられたこと、さらに標準的なメニュー・コスト・モデルによって相応に説明可能であることから、必ずしも日本特有のものではないと回答した。ナラティブについては、1990年代前半以降の中立金利の趨勢的な低下とZLBのもとで企業間の価格競争が激化し、その結果、企業が価格改定に対して消極的・慎重になった可能性がある、と述べた。最後に、これまでのところ、ノルムは解消に向かっているとみられるが、過去、メニュー・コストや戦略的補完性の度合いが変化したという点は、将来も変わりうることを示唆するため、不確実性が存在すると返答した。

フロアから、**コ克蘭**が、本分析は、ゼロインフレ・ノルムの説明を試みているのか、あるいは、メニュー・コスト・モデルの限界を示そうとしているのか問うた。また、価格データの分析において、季節性や特売がどのように扱われているかも質問した。**法眼**は、ゼロインフレ・ノルムの形成にはメニュー・コストの上昇や戦略的補完性の高まり等さまざまな可能性があるもと、どちらか一つですべてを説明することは難しいと述べ、続けて、価格データの分析では正規価格（regular price）に着目したと返答した。**オルファニデス**は、モデルは、価格変更が不公正かどうかという点についての家計の認識を考慮しているのか問うた。**法眼**は、モデルは価格変更が不公正かどうかについての認識を明示的に取り込んではいないが、戦略的な補完性の度合いの変化の中にはこうした要素が反映されている可能性がある、と回答した。**オッリ・セーゲンドルフ**は、賃金設定や企業収益の部門間の差異がゼロインフレ・ノルムに与える含意について問うた。**法眼**は、賃金設定は非常に重要であると強調しつつ、2000年代初頭以降、多くの企業は、価格のマークアップ低下圧力

に晒されるもとで、収益確保を試みており、特に、非製造業では、パート労働者の活用によって労働コストを下げていたと回答した。**岩田**は、社会の高齢化がゼロインフレ・ノルムに与える含意を問うた。**法眼**は、高齢化は、国内の需要減少を背景に、投資といった企業活動を国内から海外にシフトさせる等、間接的にゼロインフレ・ノルムに影響を与える可能性がある、と返答した。

(3) Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States（日本と米国における非伝統的金融政策の有効性の検証）

マブロエイディスは、非伝統的金融政策の有効性について論じたうえで、日本と米国を対象とした実証分析結果を報告した⁸。最初に、伝統的な金融政策ツールである短期名目金利が実効下限（Effective Lower Bound: ELB）に制約されるもとで、金融政策の有効性は制限されるとの見方と、逆に非伝統的金融政策が十分に有効であれば金融政策の有効性は制限されないとする2つの見方を紹介した。特に、後者の見方を、ELBは金融政策の有効性に影響しないという意味において「無関係仮説（irrelevance hypothesis）」と呼び、この仮説を説明する動学的一般均衡モデルを構築したことに触れたうえで、同モデルによるミクロ的基礎付けに裏付けられた統計的検証方法を提示した。

日本と米国のデータを用いて検証した結果、無関係仮説は明確に棄却されると述べた。すなわち、経済の動学は、経済がELB制約に服しているか否かに依存し、ELBが金融政策の運営にとって無関係であるとの仮説はデータによって強く否定されると述べた。次に、ELBが金融政策に影響したとすると、非伝統的金融政策はどの程度有効であったのかとの問いを投げかけ、ELBを考慮した構造VARの推計結果について説明した。無関係仮説の棄却からも示唆されるように、非伝統的金融政策ショックの効果は、ショック発生から間もない間は、伝統的金融政策ショックの効果よりも小さいと述べた。もっとも、非伝統的金融政策の効果はラグを伴って大きくなるケースがあると述べた。特に日本については、1～2年のラグを伴って生じる非伝統的金融政策ショックのインフレと需給ギャップへのプラス効果は、伝統的金融政策ショックのそれを上回るとの結果が得られたと述べた。以上のように、非伝統的金融政策の効果を論じるにあたっては、ELBと効果発現の時間軸を考慮する重要性を指摘し、議論を締め括った。

討論者の**オッリ・セーゲンドルフ**は、本研究の分析は金融政策の実務にとって重要な示唆を与えるものとしたうえで、非伝統的金融政策の効果の状態依存性について、ELBに制約されているか否かのほかにも、金融危機時と平常時の違いによって政策効果が異なりうるのか、と質問した。また、QEの場合は、買い入れる債券

⁸ 詳細は、Ikeda *et al.* [2024]を参照。

の年限によって政策効果は異なりうるのではないかと質問した。**マブロエイディス**は、政策効果の状態依存性に同意したうえで、本研究のモデルを拡張することで、さまざまな状態に応じた金融政策の効果の違いを分析できると返答した。

フロアからは、**ライス**が、長期金利として、10年物金利ではなく2年物金利を用いても結果は変わらないのかと尋ねたほか、ELBに直面するもとではインフレ予想を変化させることが政策運営上重要だが、本研究の枠組みではそうしたメカニズムを捕捉できるのか質問した。**マブロエイディス**は、2年物金利を用いた場合でも分析結果は変わらなかったと返答したほか、インフレ予想に焦点を当てた分析の重要性について同意した。**オルファニデス**は、本研究の分析手法は中央銀行の政策関数の変化を捕捉できるのか、さらに、分析で用いている需給ギャップの指標に含まれる計測誤差に対してどのように対処しているか質問した。**マブロエイディス**は、前者についてはレジーム・スイッチング・モデルを用いることで捕捉可能であると返答した。後者については、計測誤差が結果に影響を与える可能性はあるとしたうえで、需給ギャップを観察できない変数としてモデルに組み込んだ定式化で推計することで、計測誤差の問題は回避することが可能だと述べた。**内田**は、非伝統的金融政策の効果が、短期では小さいもののラグを伴って大きくなるとの実証結果の背後にあるメカニズムについて質問した。**マブロエイディス**は、本研究ではあくまで実証分析の結果として得られたもので、メカニズムについては主に理論分析面での今後の重要な研究課題であると返答した。

塩路と**新谷元嗣**（東京大学）は、日本においては、QQEやYCCの導入等、非伝統的金融政策の枠組みが変遷しており、そうした異なる政策枠組みが实体经济に与える影響を、個別に実証分析することは可能か質問した。**マブロエイディス**は、インパルス応答を確認する際に、非伝統的金融政策の効果は、基本的に潜在金利を通じて捕捉しているが、モデルを拡張することで各政策の具体的な効果を分析することが可能だと返答した。**一上響**（慶應義塾大学）は、ELBの具体的な水準をどのように設定しているのか、また、それに応じて推計結果が変わりうるのか質問した。**マブロエイディス**は、ELBの水準は先行研究に倣って設定しており、ELBの水準に対する推計結果の頑健性も確認済みであると返答した。

(4) Conventional and Unconventional Monetary Policies - Inflation and Resources（伝統的・非伝統的金融政策—インフレーションとリソース）

ライスは、伝統的・非伝統的金融政策手段および準備預金への付利について、安全資産保有に係る裁定条件からなるシンプルなモデルを用いて体系的に整理したうえで、インフレ目標のもとでの各政策手段の有効性を論じた⁹。

最初に、伝統的な金融政策手段である短期名目金利（政策金利）の操作について

⁹ 詳細は、Castillo-Martinez and Reis [2024]を参照。

説明した。安全資産を保有することによる金利以外の便益（コンビニエンス・イールド）がないもとでは、政策金利とインフレ予想の差は実質金利に一致すると述べ、政策金利をインフレ率の変動以上に変化させるフィードバック・ルール（いわゆるテイラー・ルール）によってインフレ率が決定されると説明した。伝統的な金融政策の有効性は民間経済主体の予想にも依存するため、自然利子率等の経済状態の把握に加えて、政策運営の透明性と明瞭なコミュニケーションが中央銀行に求められると指摘した。

次に、政策金利には下限制約が存在するため、経済に負の影響を与える大きなショックが生じると、経済はデフレ均衡に陥る可能性があり、非伝統的金融政策はこれを回避する手段として展開されてきた、と指摘した。もっとも、フォワード・ガイダンスは、中央銀行のコミットメントが経済主体から信認されない限り機能しないと指摘した。シンプルなモデルでは、QEは、コンビニエンス・イールドへの影響を通じて作用するが、実際には、大量の債券を購入しなければインフレ率に影響を及ぼすことができないといった問題点が存在すると述べた。これらの理由から、デフレ均衡に陥るような特定の状況を除けば、非伝統的金融政策は有効性が小さく、伝統的な政策を代替しえないと主張した。

最後に、インフレ目標の達成に加えて、流動性供給と通貨発行益の観点から、準備預金に係る政策について論じた。中央銀行は、準備預金に付利することによって、政策金利と準備預金量を別々に操作できるため、政策金利の操作によってインフレ目標を達成しつつ、準備預金量をコントロールすることで望ましい流動性供給が可能になると主張した。さらに、銀行の異質性や寡占、準備預金への付利による中央銀行の減収に係る問題については、準備預金の階層構造を導入することで対応可能であると述べた。

討論者の**服部正純**（一橋大学）は、日本銀行の政策手段が伝統的金融政策から非伝統的金融政策へと変遷した過程を概観したうえで、非伝統的金融政策が経済に波及するメカニズムは、資金調達コストの引下げやインフレ予想の引上げと、それに伴う実質金利の低下が想定されていたと説明した。加えて、こうした政策効果の波及メカニズムにおける銀行部門の重要性を指摘した。**ライス**は、銀行部門の重要性に同意したうえで、準備預金への付利金利の変更によって、銀行が設定する貸出金利や預金金利等が比例的に変化することが、金融政策の波及メカニズムにとって重要であると返答した。

フロアからは、**ブルネルマイヤー**が、外生的なショックのタイミングに関する本研究の仮定は、結果にどう影響するのか、また、本研究では、流動性をコンビニエンス・イールドの観点から捉えているが、流動性にはそれ以外の便益もありうるのではないかと質問した。**ライス**は、仮定自体は結果に大きな影響は与えないと答えたほか、流動性の解釈については、インフレ率のコントロールという観点ではコンビニエンス・イールドに基づく整理で十分であると主張した。**ジョルダン**は、民

間金融機関が資金不足に陥る等、流動性確保のために準備預金の需要が高まる場合は、準備預金への付利を通じた政策効果は変わりうるのではないかと指摘した。これに対し、**ライス**は、準備預金の量と金利を別個に操作することで、そうした問題を回避できると返答した。**エバンス**は、政策金利が下限制約に直面しない限り、QEを実施するメリットは無いことが、ライスの発表から示唆されるとコメントし、**ライス**もこれに同意した。**グランシャ**は、中央銀行が政策手段として通貨発行益を生み出すことは、政府への支払いを保証している点で、金融政策ではなく財政政策と表現するのが適切ではないかと指摘した。また、中央銀行デジタル通貨（Central Bank Digital Currency: CBDC）のように、中央銀行が民間向けの準備預金を直接提供するようになると、市中銀行の存在意義はどこに見出せるだろうか、と問うた。**ライス**は、一義的には財政政策と表現することも可能だと同意したうえで、本研究の文脈においては、中央銀行の収益最大化ではなく、効率的な流動性供給に焦点を当てているため、財政政策とまでは呼べないと返答した。また、中央銀行が、CBDCといった一般向け中央銀行負債に、銀行預金金利や準備預金金利と異なる金利を設定することは可能であろうと述べた。

カルロス・ガリガ（セントルイス連邦準備銀行）は、QEが持つ金融環境緩和効果について、本研究から得られる示唆を問うた。**ライス**は、QEは金融環境も緩和することによって実体経済に異なる影響をもたらすというが、その影響度合いを精緻にコントロールすることはできないため、インフレ目標を達成するための政策手段としては伝統的な金融政策手段に劣ると指摘した。**レーン**は、日本ではさまざまな非伝統的金融政策を講じたにもかかわらず、インフレ率の押上げ効果が限定的であった背景には、各経済主体が新たな非伝統的金融政策手段の導入を、意味ある変化だと認識していなかったことが影響していたのではないかと指摘した。**ライス**は、インフレ予想を精緻に誘導することはそもそも困難だが、相対的にみれば、非伝統的金融政策よりも伝統的な金融政策を用いてインフレ予想をアンカーの方が困難ではないだろう、と返答した。

7. 政策パネル討論①

政策パネル討論①では、オルファニデスが座長を務め、エバンス、グランシャ、レーン、レモロナ、ヴァスレの5名のパネリストが、「物価変動」をテーマに議論を行った。

(1) 座長およびパネリストによる発言

オルファニデスは、インフレ動学に関するわれわれの理解は不十分であり、多くの中央銀行が利用する標準的なインフレの予測モデルで中心的役割を果たすフィリップス曲線は、うまく機能しなかったと指摘した。そのうえで、今後目指すべき

方向性についてパネリストに問うた。

エバンスは、自身のシカゴ連邦準備銀行総裁在任期間（2007 年 9 月～2023 年 1 月）のインフレ実績を振り返り、パンデミックより前の大部分の期間においてインフレ率が物価目標の 2%に届かなかったものの、パンデミック以降のインフレ高進により 2007 年以降の平均インフレ率が 2%程度になったことを示した。もっとも、インフレ目標政策下では、過去のインフレ率下振れは、埋合せ不要な過去のこと（bygones are bygones）であり、物価高や相対価格の大きな変動に対して家計や企業が強い不満を抱くと確認されたことが教訓と考えている、と述べた。次に、インフレ高進期に、各中央銀行が引締めの政策スタンスに転換するのが遅れた点に触れたうえで、元 Fed の研究者による反実仮想シミュレーションの結果を紹介した。具体的には、仮に Fed による利上げ開始が 2022 年ではなく 2021 年だった場合、インフレ率が 2%まで低下するスピードが多少速まるものの、インフレ率のピークの値は変わらなかったであろう、と指摘した。

レーンは、パンデミックを受けた供給ショックやウクライナ情勢を受けたエネルギー価格等の高騰が、ユーロ圏におけるインフレ高進の主因となった一方、この間の賃金インフレは緩やかであり、インフレ圧力の低減に寄与したと評価した。足もとでは、エネルギー価格上昇に代わる形で、これまでの高インフレや強めの労働需要を反映した賃金上昇がインフレの主因となりつつあるものの、インフレ予想はアンカーされていると述べた。今後のインフレ動向を理解するうえでは、移民の動向等を含む労働市場における構造変化に関する分析を深める必要があることを強調した。最後に、インフレ率は ECB の中期目標に近づいているが、引き続き、政策パスに予断を持たず、会合ごとにデータを点検しつつ政策運営を進めていくと述べた。

レモロナは、フィリピンにおけるパンデミック以降のインフレ動向を振り返り、政策対応がビハインド・ザ・カーブに陥っていたと述べた。そのうえで、当初は供給ショックを静観しても問題ないと考えていたが、その後の分析から、供給ショックはインフレ予想への影響を通じて二次的波及効果をもたらしていたことがわかったと述べた。特に、足もとでは、フィリピンにおける重要な財であるコメの価格上昇が、実績インフレ率のみならず、家計のインフレ予想にも大きな影響を与えているというサーベイ結果を紹介した。また、コメと原油の価格ショックに対するインフレ予想の反応について、負の価格ショックよりも正の価格ショックに対する反応の方が大きい、という非対称性が存在することを示す分析結果を紹介したうえで、この非対称性が、二次的波及効果が持続的に生じている要因だろう、と述べた。

ヴァスレは、ユーロ圏では、供給ショックが減衰する中で ECB が強力な利上げ政策をとったことから、インフレは沈静化に向かっていると指摘した。ユーロ圏と米国の相違点として、供給面では、ロシアとの地理的近接性やエネルギー依存度の高さから、ユーロ圏の方がエネルギー価格高騰の影響をより強く受けたこと、需要

面では、パンデミック後の需要回復ペースが米国に比べて比較的緩やかだったことを指摘した。そのうえで、先行きのインフレ動向をみていくうえでの懸念点として、①ユーロ圏を構成する 20 カ国それぞれにおける労働市場の動向や賃金形成メカニズムに相応の異質性があること、②サービス価格の動向と賃金、企業の利益率との関係について不確実性が大きいこと、③ECB の引締めの金融政策対比、各国の財政政策の引締めが遅れていること、④米国とユーロ圏の金融政策スタンスが異なり始めたことを挙げた。

グランシャは、パンデミック以降の主要先進国・新興国のヘッドライン・インフレ率について、ピークまでの上昇要因とその後の下落要因に関して、①エネルギー等の価格ショックが直接寄与するヘッドライン・ショックと、②経済のスラックやパススルーを通じたコアインフレ率への影響に分けて要因分解を行った分析を紹介した。具体的には、多くの主要国において、インフレ変動の大部分は、エネルギーや食料品の価格ショックと、それらがコアインフレ率に及ぼすパススルーで説明できる一方、労働市場のスラック要因がインフレ率押上げに与えた影響は限定的であるとの結果を紹介した。次に、エネルギー価格の変動がコアインフレにパススルーする度合いが、国ごとに大きく異なるという結果を示したうえで、エネルギー価格の動向とともに、エネルギー価格のコアインフレへの波及度合を規定する個別の要因も重要であると指摘した。また、今次局面の経験から、インフレ予想がアンカーされていたことの重要性を指摘したほか、多くの主要国が同時に進めた金融政策の引締めが、需要の抑制を通じて、エネルギー価格・インフレ率高騰の早期鎮静化に役立った可能性があるとして述べた。

(2) パネリストやフロア参加者での討議

オルファニデスは、スラック要因がインフレ率に与えた影響が小さいというグランシャの分析結果に触れつつ、フィリップス曲線に基づいたインフレ予測の難しさを改めて指摘した。そのうえで、ここ数年間の経験から、インフレ動学に関して、どのような教訓が得られたかと問いかけた。また、インフレ予想のアンカーが外れる兆候がみられたことが、2022 年以降の急速な利上げの一因となった可能性に言及したうえで、インフレ予想とそのアンカーの役割について、パネリストの見方を問うた。

エバンスは、フィリップス曲線の説明力が低下したのは、さまざまな供給ショックが重なり合った結果であり、スラック要因は引き続き重要だと主張した。また、今次局面のような標準的ではない状況で、一時的な供給ショックは静観するという標準的な対応をとってしまったことが教訓だと述べた。もっとも、利上げ開始後の Fed の行動が迅速だったこともあり、重要性の高い長期のインフレ予想は安定していたと述べた。**レーン**は、グランシャの分析に触れ、エネルギー価格がコアインフレにパススルーする度合いとインフレ予想のアンカー度合いに関係があるかを問

うた。また、ウクライナ情勢を受け 2022 年前半の欧州は極めて不確実性が大きい状況であったため様子をみる必要があったが、その後の利上げは迅速であり、インフレ予想のアンカーが維持されたと評価した。**レモロナ**は、この間の金融政策運営を難しくした要素として、インフレ予想のアンカー度合いや需給ギャップ、中立金利の計測が困難であったことを挙げた。**ヴァスレ**は、過去にも今次局面と同程度の高インフレ期があったとしたうえで、ECB が長年培ってきた信認と強力な政策対応によりインフレ予想のアンカーが維持されたと回答した。

オルファニデスは、コアインフレへのパススルー効果を組み入れることが、インフレ予想モデルを改善するための教訓となりうるか、グランシャに問うた。**グランシャ**は、標準的なフィリップス曲線の枠組みは十分有用であるとしたうえで、中央銀行が、経済の過熱や相対価格の大きな変動を見過ごした場合に、コアインフレに非常に大きな影響が及ぶことが明らかになってきたと述べた。また、多くの国において、エネルギー価格上昇を抑制するために価格上限等の政策を導入したことが、コアインフレへのパススルーを抑え、ヘッドライン・インフレ率の上昇抑制につながったことは興味深いと述べた。インフレ動学については、これまで考えられていたよりも、短期のインフレ予想が実際のインフレに大きな影響を及ぼすとの分析結果が得られたと述べ、今次局面では、一時的にインフレ予想のアンカーが外れかけたものの、中央銀行はアンカーを取り戻すという成功を収めたと評価した。

続いて、**オルファニデス**は、過去 4 年間の経験によって得られた金融政策運営に関する教訓について意見を求めた。**エバンス**は、実体経済やインフレが正しい軌道に乗っていない場合は、積極的な政策対応を取ることが重要だと述べた。**レーン**は、先進国のみならず途上国においても中央銀行が独立性を確保し、インフレ目標に関する信認を得ていたことが、今次局面においてスタグフレーションに陥らなかった要因の 1 つだと述べた。**レモロナ**は、仮にインフレ予想がどの程度アンカリングされているのかを計測できるならば、それを政策ルールに内包することを通じて、体系的な政策運営が可能となるだろうと指摘した。具体的には、インフレ予想のアンカーが外れるリスクが高まった場合に、中央銀行がインフレ率に強く対応すること等が想定されると述べた。**ヴァスレ**は、これまで非伝統的だった政策手段が、伝統的な政策手段となりうることを指摘した。**グランシャ**は、今次局面では、大きな景気後退を伴わずに高インフレが沈静化に向かったが、持続的なインフレ圧力と景気後退が同時発生するような厳しい環境において、現行の政策枠組みが、今回と同様に機能しうるかはまだ検証されていないと主張した。

フロア質疑では、**テイラー**は、各中央銀行がビハインド・ザ・カーブに陥っていたかどうかを検証するための議論と分析が必要だと述べた。**ジョルダン**は、供給ショックに対する中央銀行の適切な政策対応について、グランシャの分析から得られる示唆を問うた。また、ユーロ圏において、2021 年時点では、インフレ予想はアンカーされていたため、利上げは不要だという議論が支配的だったものの、その後、

大幅な利上げが行われた点をどのように理解すべきかと尋ねた。**シュナーベル**は、世界的にサービス価格のインフレが長引いていることについての見解を求めた。また、人々によるこれまでのインフレ経験がインフレ予想に影響を及ぼすという研究結果に言及したうえで、今回のインフレ経験は、新たなショックに対してインフレ予想をより不安定にさせることを通じて、将来的に政策運営を難しくさせるのではないかと質問した。

レーンは、テイラーの発言に関連して、今次局面における ECB の政策運営から得られた教訓として、金融引締めを進める順序についてのフォワード・ガイダンスの存在が、政策運営の自由度を低下させた可能性を指摘した。**レモロナ**は、確かに中央銀行はビハインド・ザ・カーブに陥っていたと回答し、75bps の大幅利上げを行わざるをえなかったことがその証左だと述べた。**グランシャ**は、まず、フォワード・ガイダンスは再考を要すること、持続的な供給ショックを無視してはならないことが今回得られた教訓だと述べた。シュナーベルの 1 つ目の質問について、サービスと財の相対価格は 2019 年以前のトレンドに戻ってきていることから、サービス価格のインフレが今後落ち着いていくことに、それなりに自信を持っていると回答した。また、シュナーベルの 2 つ目の質問に関連して、今回のインフレ局面において、中央銀行はこれまで積み重ねてきた信認という資本を消費してしまったため、今後、供給ショックに起因するインフレ局面がおとずれた際に、政策対応能力が低下している可能性があるとして指摘した。**ヴァスレ**は、後から振り返ればビハインド・ザ・カーブだったことは明確であるとしつつも、当時の行動の適切性を評価する際には、深刻なショックが立て続けに発生したという特殊な状況だった点を考慮する必要がある、と述べた。そのうえで、短期インフレ予想の不安定化が、ECB が政策対応を進める一因になったと述べた。**エバンス**は、金融政策に関するシナリオ分析は多く行われており、中央銀行がビハインド・ザ・カーブに陥っていたかどうかについては、十分に信用できる結論が得られていると発言した。評価するのが一段と難しいのは、(リバース・レポ金利ベースで) 5.3% の金利水準において、利上げを停止したのが時期尚早だったのではないかと問いだと指摘したうえで、個人的には、利上げの停止は時期尚早だったとは思わないと述べた。

ブルネルマイヤーは、市場参加者は政策当局の意図する以上に楽観的かつ緩和的な予想をたてるおそれがあるとの懸念を示したほか、在宅勤務を含む働き方の変化がインフレ動学にどのような示唆があるのかを尋ねた。**コ克蘭**は、2% の物価目標を大きく上回るインフレが世界中で発生した事実を強調したうえで、中央銀行が一体何を間違ったかについて体系的な検証が行われていないのは不思議だと述べた。**氷見野**は、エバンスの発表におけるシミュレーション結果について、政策対応が大きく異なるにもかかわらず結果が似通っている点を、どう解釈すべきか問うた。**エバンス**は、氷見野の質問に対し、モデルを用いた反実仮想シミュレーションには、その仮定や得られた結果にさまざまな解釈が存在すると同意した。また、Fed 内部

でもこうした反実仮想シミュレーションは随時行っており、今回のコロナ禍を経た知見の蓄積に努めているだろうとコメントした。**ガリガ**は、変動金利の住宅ローン契約が多い経済では、利上げにより債務者負担が大きくなることを、政策運営においてどのように考慮しているかと問うた。

レモロナは、コ克蘭の指摘に賛意を示し、中央銀行は政策の事後点検を一段と行うべきと考えていると答えた。**レーン**は、市場参加者の予想形成に関するブルネルマイヤーの質問について、政策委員会の決定事項について、明確かつ一貫したコミュニケーションを行っていくことが重要だと考えていると回答した。労働市場の変化については、まだ具体的な答えは持っていないと断りつつも、労働時間が労働参加率ほどには伸びていないことが最近の特徴だと述べた。また、関連する事例として、フィンランドでは在宅勤務が広がる中で、金曜日が「長い週末」の一部になっていることや、ドイツでは労働組合が賃上げよりも労働時間の削減を求めていることを紹介した。また、固定金利ローンと変動金利ローンの存在は、金融政策の波及効果を複雑にする要因として十分に意識していると答えた。**ヴァスレ**も、労働市場の構造変化の分析に大きなリソースを割いているほか、ユーロ圏の各国間で住宅ローンの契約慣行が大きく異なる点が、金融政策運営をより複雑なものにしていると回答した。**エバンス**は、今次局面のように財とサービスの相対価格が大きく変化する中で2%のインフレ目標を目指すためには、景気後退を引き起こす必要があると指摘したうえで、景気後退によるダメージを抑えつつ、インフレ予想が恒久的に変化してしまわないようにすることが、今次局面では最も重要だったと振り返った。**グランシャ**は、中央銀行等が用いる予測モデルの多くは、小さなショックへの反応を捉えることに適した線形モデルであり、今回のような大きなショックのもとでの予測には、より精度が高い非線形なモデルが必要となると述べた。**レーン**は、経済学の進展によってマクロ経済の動向をより深く理解できるようになっても、不確実性が大きい状況においては、引き続き人間による個別判断が必要だと発言した。

オルファニデスは、中央銀行が定期的な政策レビューに対して前向きになっていることは非常に歓迎すべきことであるほか、近年の経験は金融政策の枠組みや政策運営を改善する有益な機会を提供していると述べ、パネル討論を締めくくった。

8. 政策パネル討論②

政策パネル討論②では、ブルネルマイヤーが座長を務め、ボウマン、ジョルダン、メスター、シュナーベル、氷見野の5名のパネリストが、伝統的・非伝統的金融政策について議論を行った。

(1) 座長およびパネリストによる発言

ブルネルマイヤーは、最初に、本パネル討論のテーマ「伝統的・非伝統的金融政

策の効果」を紹介し、特に、フォワード・ガイダンス、コミュニケーション、資産買入れ、QE、為替介入等について、各パネリストの見解の披露とフロアを含む活発な議論が期待されると述べて、各パネリストの発言へと進行を進めた。

メスターは、フォワード・ガイダンスとコミュニケーションについて議論した。政策金利が ELB まで低下した環境において、政策金利に関する将来の政策パスを示すフォワード・ガイダンスは、長期金利に対する働きかけを通じて、有効性を持ちうると説明したうえで、有用な政策ツールであると評価した。もっとも、フォワード・ガイダンスを用いる際に生じる難しさも存在すると述べ、2つの切り口から説明した。1つ目はコミットメントに関するコミュニケーションであり、フォワード・ガイダンスの有効性は将来の政策パスに対するコミットメントの強度に依存するため、政策当局者は、しばしば時間的不整合性の問題に直面する、と指摘した。2つ目は政策反応関数に関するコミュニケーションだと述べ、フォワード・ガイダンスは通常の行動からの一時的な乖離を約束する政策であるため、実際問題として一般の人々の理解を得ることは難しい、と認めた。これらの課題に対して、「自身の言葉を用いること」と「ドット・チャートと結びつけること」という2つの提案をした。前者については、短く、簡潔なコミュニケーションに傾倒しすぎるのではなく、自分の言葉で語り、ナラティブをコントロールすることが重要だ、と指摘した。後者について、経済予想サマリー (Summary of Economic Projection: SEP) において、連邦公開市場委員会 (Federal Open Market Committee: FOMC) 参加者の FF 金利見通し (dots) と経済見通しを別個に扱うのではなく、両者を結び付けることで、人々が反応関数を理解しやすくなるのではないかと提案した。

ボウマンは、非伝統的金融政策手段としての中央銀行のバランスシート政策に焦点をあてた¹⁰。まず、GFC 後の Fed による QE (Large Scale Asset Purchases: LSAP) は、ターム・プレミアムの縮小等を通じて、長期金利の引下げに寄与した、と評価した。また、QE が実施された期間中に失業率は低下し、インフレ率は 2% 近辺で推移しており、これらは金融危機後の QE が成功した証左だったと解釈できる、と主張した。次に、新型コロナウイルス感染症が拡大するもとのバランスシート政策について、言及した。金融市場の機能回復、金融システムの安定化、金融緩和効果を企図し、FOMC は 2020 年 3 月に大規模資産買入を実施することを決定したが、資産買入れペースは、これまでの QE と比べてはるかに速かった、と述べた。もっとも、GFC と比べて、住宅市場が底堅かった点をかんがみると、2021 年後半にかけて、エージェンシー MBS (Mortgage Backed Securities) をこれほどまでに大量に買い入れるべきだったのか、と述べた。さらに、家計や企業への大規模な財政支援を踏まえると、米国債をここまで大規模、かつ長期間にわたって買い入れる必要があったのか、という疑問が残ると述べた。すなわち、QE の効果は経済・金融システムの状況によって変化しうるため、QE の利用にあたっては「過少 (doing too little)」

¹⁰ 詳細は、Bowman [2024]を参照。

と「過大 (doing too much)」のバランスを、各局面において比較衡量することが重要だ、と指摘した。

シュナーベルは、金融市場が混乱しているときには、資産買入れは強力な政策手段となりうるが、それ以外の場合は、資産買入れのベネフィットがコストを上回るかどうかを慎重に見極める必要がある、と主張した¹¹。また、QE の波及メカニズムとして、①シグナリング・チャンネル、②流動性供給チャンネル、③ポートフォリオ・リバランス・チャンネルの3つが存在する、と述べた。そのうえで、今回のインフレ急騰に対して各国の中央銀行が政策対応を行わざるをえなかったように、政策当局者は、ギリシャ神話のオデュッセウス (Odysseus) に倣って、自らを船のマストへ縛り付けることはできないため、シグナリング・チャンネルは希薄化している可能性がある、と指摘した。また、中央銀行は、将来の金融政策の方向性について、デルフィック (Delphic) な方法、すなわち先行きの経済動向に条件付ける方法でのみ、信頼に足るコミュニケーションができる、と付言した。流動性供給チャンネルについては、過去 15 年の経験上、その効果が強力だったことが示唆されており、特に新型コロナウイルス感染症が拡大した際や、米国における「現金への逃避 (dash for cash)」が生じた際に、金融市場の安定に大きく寄与した、と述べた。最後に、QE のポートフォリオ・リバランス・チャンネルは、ELB 近傍における総需要刺激効果の中核である、と指摘した。しかしながら、GFC 以降のエビデンスは、QE が金利、経済活動、物価に与える影響には状態依存性があり、バランスシート制約や裁定取引に対する制約があまり深刻でない平時には、その効果はより小さくなることを示唆している、と補足した (詳細は、Schnabel [2024] を参照)。さらに、資産買入れには副作用が伴い、それは、伝統的金融政策のそれよりも大きい可能性がある、と論じた。

ジョルダンは、スイス国立銀行 (SNB) が物価安定のために実施した非伝統的金融政策である、為替介入とマイナス金利政策の経験を紹介した。スイス・フランは安全通貨 (safe haven currency) とみなされているほか、他法域の利下げに伴う内外金利差の縮小により、金融危機後に、スイスに大量の資金が流入し、スイス・フランが増価したと述べた。また、スイス経済は為替相場に強く連動するもとで、こうしたスイス・フランの過大評価は、金融環境を大幅にタイト化させた、と述べた。その際、QE は実行可能な選択肢として検討されず、代わりに、SNB は為替介入とマイナス金利の採用を決めた、と説明した。一連の政策対応はスイス経済をデフレから守ったと述べつつも、バランスシートの急拡大、マイナス金利が金融機関に与える影響、不動産価格を中心とする資産価格へのインパクト、といった負の副作用が存在すると指摘した。非伝統的政策は有益であるが副作用も存在することを強調し、非伝統的な政策の有用性を判断する際には費用便益分析が重要である、と指摘した。

¹¹ 詳細は、Schnabel [2024]を参照。

氷見野は、非伝統的な手段を最も広範かつ長期にわたって採用してきた日本銀行の経験を紹介した。フォワード・ガイダンスは、カレンダーよりも経済状況、また、おそらく実績よりも予測に基づく方が望ましい、と指摘した。また、金融市場がストレスにさらされているときに、QE はより大きな効果を発揮する傾向があることや、マイナス金利政策の波及効果は銀行業界の競争構造に大きく依存するとの見解を述べた。さらに、YCC を停止する際に混乱を招くのではないかという声はあったものの、少なくとも特定の状況下では、YCC から通常の QE に、シームレスに移行できることを日本の経験は示唆している、と述べた。多くの中央銀行における標準的なツールとして、非伝統的政策の一部は既に採用されているが、非伝統的政策を、緊急時だけでなく長期にわたって使用することは適切なのか、との問題意識を投げかけた。加えて、非伝統的金融政策は、不動産価格等の資産価格、株価、為替への影響も主要な経路としているが、非伝統的金融政策が果たした役割を分析する際に、資産市場を特定の方向に動かすことが持つ含意をどのように組み込むべきなのか、との問題を提起した。

(2) パネリストやフロア参加者での討議

ブルネルマイヤーは、非伝統的金融政策が長期間に及んだ際の副作用と、将来、非伝統的金融政策を再度実施する場合、出口戦略も同時に策定すべきかどうかを、パネリストに尋ねた。あわせて、中央銀行のバランスシートの将来的な規模について、どのような指針を示すべきか、を質問した。

メスターは、非伝統的金融政策を始める際に出口戦略、あるいは、少なくとも出口の基準と時期についての考えを持つことは、有用だと述べ、中央銀行を律するよい方法にもなる、と指摘した。さらに、将来的に QE を再び実施する可能性に備えて、バランスシートの最適な満期構成も検討した方がよい、と言及した。**ボウマン**は、メスターの意見に賛同したうえで、バランスシートのサイズを可能な限り小さくしておくことが重要だと付言した。また、資産買入れを実施する際には、深刻な経済危機への対応なのか、特定の市場におけるボラティリティの高まりへの対応なのかを峻別する必要がある、と述べた。**シュナーベル**は、上記の出口戦略の必要性に関する議論に同意した。また、QE の持続性について、ECB が採用した TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) であれば、民間銀行が借入を返済することで自動的に規模が縮小するため、バランスシート縮小に長い時間を要するという QE 特有の副作用もなく、金融環境を効果的に緩和することができる、と述べた。また、最終的なバランスシートの規模については、その後の金融調節の枠組みに依存すると説明した。バランスシート縮小にあたって、①QE に伴って採用された「供給主導型フロア・システム (supply-driven floor system)」を維持するか、あるいは、②定期的な資金供給オペを通じて、追加の準備預金が要求に応じて供給される「需要主導型システム (demand-driven system)」と、③GFC 前の「コリドー・シ

システム」のどちらかにシフトするのか選ぶ必要があると言及し、ECB は、短期金融市場の混乱を避けつつ、規模を縮小できる需要主導型を選択した、と述べた。また、**シュナーベル**は、非伝統的政策の副作用の多くは、長い時間が経過した後にのみ顕在化する可能性があるため、短期的な視点ではなく、長い目で見たときの費用対効果を分析すべきだ、と指摘した。

ジョルダンは、まず、為替介入は、必要な場合のみに限って実施するべきであり、マイナス金利は、必要だと思われる間は、なるべく長期間続けるべきだと指摘した。また、非伝統的金融政策を導入してすぐに、出口を明確化することは非常に難しい、と評価した。加えて、SNB がバランスシート縮小を試みてきた際に、金融環境への影響を最小限にすることも目指してきたと述べた。**ジョルダン**は、費用対効果分析が重要であるというシュナーベルの発言に同意しつつも、危機時にそれを行うことは難しいかもしれないと付言した。**氷見野**は、インフレ予想がアンカーされている他法域とは異なり、日本ではインフレ予想を 2% にアンカーしていく必要があるため、出口を迎えるにあたって、日本銀行は他法域よりも忍耐強くなる必要があるだろう、と指摘した。また、現在のバランスシートの規模にかんがみれば、最終的なバランスシートの規模を熟考する時間が十分にある、と述べた。

フロア質疑では、**コ克蘭**は、他法域と比べてこれほど大規模な QE を行ってきた日本において、インフレへの押上げ効果が限定的であったことから、QE の便益と費用はともに小さかったと解釈できるのか、また、特に米国において、柔軟な平均インフレ目標によって低金利の継続が長引いたのか、それとも同目標から示唆される低金利継続のコミットメントが破られたのかどちらだろうか、と尋ねた。これに対し、**氷見野**は、QE のコストについて、日本銀行が国債の流通市場（secondary market）の主要参加者になったことに伴い、実体経済や金融環境に基づいたプライシングがされにくくなったという文脈において、価格発見機能が低下した点等を指摘した。**メスター**は、正しいタイミングで正しい政策を行うことの不確実性は非常に大きく、場合によってはフォワード・ガイダンスに反し、時間的な整合性を放棄する場合もあるかもしれない、とコメントした。**シュナーベル**は、ECB は柔軟な平均インフレ目標を採用していないものの、フォワード・ガイダンスは確かに政策の自由度を制限した、と答えた。

ライスは、シュナーベルが紹介した貸付制度（lending facilities）の非伝統的政策としての役割と、バランスシート縮小時に準備預金需要が大きく変動するという問題への対処方法について質問した。これに対して、**シュナーベル**は、日々の局所的な流動性ショックを吸収できるように、銀行間取引の市場機能を復活させることができれば、バランスシートが大きく変動することをそれほど心配する必要はない、と答えた。**ボウマン**は、レポ・レートが上昇する等、市場のボラティリティの増大に対して、潤沢な準備預金残高を確保するため、2019 年 10 月にバランスシートを再拡大したことを紹介した。もっとも、このような政策は、必要不可欠な場合にの

み行われるべきだ、と付言した。

レモロナは、フォワード・ガイダンスは標準的なツールになりつつある中、非伝統的金融政策とフォワード・ガイダンスを明確に区別すべきなのか、と質問した。**ジョルダン**は、フォワード・ガイダンスの正確な定義は存在しないほか、相応に広範な概念であり、例えば、伝達メカニズムや反応関数の説明も含まれうると述べ、それ故に、明確に区別は難しいと答えた。**オルファニデス**は、実績インフレ率と予想インフレ率に左右されるため、裁量が伴うことは認めつつも、なぜ出口戦略に関する指針を提供できないのだろうか、と疑問を呈した。**ジョルダン**は、非伝統的政策の出口を早い段階で伝えることをためらうのは、出口がまだ遠い先である中、意図を誤認識されるリスクが相対的に高いからだと返答した。**ボウマン**は、ジョルダンの意見に賛意を示した。

内田は、QE と量的引締め (Quantitative Tightening: QT) の効果は非対称、すなわち中央銀行が金融緩和を企図して国債を買い入れることに伴うアナウンスメント効果によって、QE の効果はより大きくなるとの見方もありうると述べ、欧州において、QT が QE と比べて同様のストック効果がみられるとの分析結果の背景について尋ねた。**シュナーベル**は、QT 時にも中央銀行のコミュニケーションによるアナウンスメント効果があるため、QE と QT のストック効果は概ね対称的とも解釈できるが、QT はより段階的に実施されるため、その効果は相対的に弱い可能性がある、と応じた。

ペセンティは、メスターが提示した政策反応関数を巡るコミュニケーションについて、コンセンサス・フォーキャストのような手法を採用することで、コミュニケーション方法を改善できるのではないかと質問した。**メスター**は、それも一案であると同意しつつも、SEP の形式でも改善できる余地はあり、例えば、中心的な見通し (median of projection) に信頼区間 (confidence bands) を表示するといった工夫をしてきた、と述べた。**シュナーベル**は、効果的なコミュニケーションのためには、現実的なシナリオに基づいた見通しを 1 つだけ提示するのではなく、いくつかの想定をもとにした複数の見通しを示した方がよいのではないかとコメントした。一方、**ジョルダン**は、スイスでは金融政策の射程に為替相場が含まれていると述べたうえで、多様なコミュニケーションは為替介入の有効性に悪影響を与えてしまうため、他の中央銀行とは異なり、SNB は均質なコミュニケーションを行うことを心がけている、とコメントした。**氷見野**はコミュニケーションについて付言し、さまざまな経済主体に対して、話すことも聞くことも等しく重要であり、こうした双方向のやり取りが、中央銀行の政策に対する人々の信頼感の醸成につながっていくと指摘した。

テイラーは、金融政策ルールを列挙した表に標準的なテイラー・ルール以外の複数のルールが示されていることがあると述べ、そうした表を用いるコミュニケーション上の意図について尋ねた。**メスター**は、コミュニケーションのためのベンチ

マークとして、複数の政策ルールを例示することがあるが、FOMC が特定のルールを選択することはないだろう、と回答した。**ボウマン**は、雇用の増加やインフレ率等の統計が当初の速報値から最終的に上方修正され、時には大幅に修正されることがあるため、このようなデータを政策ルールや経済モデルに単純かつリアルタイムにあてはめることは難しかった、と述べたうえで、政策判断を行ううえでの膨大な情報の 1 つに、複数の政策ルールから導かれる示唆も含まれており、ルールを全く無視していたわけではない、と説明した。

岩田は、QT と利上げの間に望ましい順序はあるのか、と尋ねたほか、QT はあらかじめ決められた減額を自動的（autopilot）に実施することと、短期金融市場の反応をみながら、そのペースを柔軟に調整することのどちらが望ましいのか、と問うた。**ジョルダン**は、状況によって優先順位が異なりうるため、すべての環境において望ましい一般的なルールを作るのは難しいのではないかと、この見方を示した。**氷見野**は、QT と利上げの順序に関して、昨年国際コンファランスにおいてオルファニデスが講演したように、順序を予め特定してしまうと、結果としてビハインド・ザ・カーブに陥るリスクを高めかねないため、それは望ましくないのではないかと述べた。

参考文献

植田和男、「日本銀行金融研究所主催 2024 年国際コンファランスにおける開会挨拶の邦訳」、日本銀行、2024 年

(https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2024/ko240527a.htm、2024 年 8 月 1 日)

内田眞一、「わが国における過去 25 年間の物価変動 日本銀行金融研究所主催 2024 年国際コンファランスにおける基調講演の邦訳」、日本銀行、2024 年

(https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2024/ko240527b.htm、2024 年 8 月 1 日)

Barro, Robert J., and Francesco Bianchi, “Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2022,” NBER Working Paper 31838, National Bureau of Economic Research, 2023.

Bowman, Michelle W., “The Federal Reserve's Balance Sheet as a Monetary Policy Tool: Past Lessons and Future Considerations,” Board of Governors of the Federal Reserve System, 2024

(available at <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20240528a.htm>、2024 年 8 月 1 日).

Castillo-Martinez, Laura, and Ricardo Reis, “How do central banks control inflation? A guide for the perplexed,” Working Papers, 2024 (available at <https://personal.lse.ac.uk/reisr/papers/99-perplexed.pdf>、2024 年 9 月 2 日).

- Cochrane, John H., “Inflation, Monetary and Fiscal Policy, and Japan,” 2024 (available at https://static1.squarespace.com/static/5e6033a4ea02d801f37e15bb/t/66569f55f2d87d49bac00e1c/1716952924243/Japan_inflation.pdf, 2024 年 9 月 2 日).
- Furukawa, Kakuho, Yoshihiko Hogen, Kazuki Otaka, and Nao Sudo, “On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms,” unpublished manuscript, Bank of Japan, 2024.
- Ikeda, Daisuke, Shangshang Li, Sophocles Mavroeidis, and Francesco Zanetti, “Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 16(2), 2024, pp. 250–86.
- Schnabel, Isabel, “The benefits and costs of asset purchases,” European Central Bank, 2024 (available at <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240528~a4f151497d.en.html> , 2024 年 8 月 1 日).
- Sunakawa, Takeki, “Fiscal Inflation in Japan: The Role of Unfunded Fiscal Shocks,” unpublished manuscript, 2024.
- Taylor, John B., “The Mayekawa Lecture: The Way Back to Stability and Growth in the Global Economy,” *Monetary and Economic Studies*, 26, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2008, pp. 37–48.
- Taylor, John B., “The Mayekawa Lecture: The Way to Stability and Growth in the World Economy,” *Monetary and Economic Studies*, 42, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2024 (forthcoming).

参考 1 : プログラム

Monday, May 27, 2024

Opening Remarks

Speaker: **Kazuo Ueda**, Bank of Japan

Mayekawa Lecture: The Way to Stability and Growth in the World Economy

Chairperson: **Peter Kažimír**, Národná banka Slovenska

Lecturer: **John B. Taylor**, Stanford University

Theme A: Price Dynamics

Keynote Speech I: Price Dynamics in Japan over the Past 25 Years

Chairperson: **Shin-ichi Fukuda**, The University of Tokyo

Speaker: **Shinichi Uchida**, Bank of Japan

Session 1: Inflation, Monetary and Fiscal Policy, and Japan

Chairperson: **Shin-ichi Fukuda**, The University of Tokyo

Paper Presenter: **John H. Cochrane**, Stanford University

Discussant: **Nao Sudo**, Bank of Japan

Session 2: On the Zero-Inflation Norm of Japanese Firms

Chairperson: **Shin-ichi Fukuda**, The University of Tokyo

Paper Presenter: **Yoshihiko Hogen**, Bank of Japan

Discussant: **Paolo Pesenti**, Federal Reserve Bank of New York

Policy Panel Discussion I

Moderator: **Athanasios Orphanides**, Massachusetts Institute of Technology

Panelists: **Charles L. Evans**, formerly of Federal Reserve Bank of Chicago

Pierre-Olivier Gourinchas, International Monetary Fund

Olli Rehn, Bank of Finland

Eli M. Remolona, Jr., Bangko Sentral ng Pilipinas

Boštjan Vasle, Banka Slovenije

Tuesday, May 28, 2024

Theme B: Effects of Conventional and Unconventional Policy Instruments

Keynote Speech II: (Un)conventional Monetary Policy and Resilience

Chairperson: **Takeo Hoshi**, The University of Tokyo
Speaker: **Markus Brunnermeier**, Princeton University

Session 3: Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States

Chairperson: **Takeo Hoshi**, The University of Tokyo
Paper Presenter: **Sophocles Mavroeidis**, University of Oxford
Discussant: **Åsa Olli Segendorf**, Sveriges Riksbank

Session 4: Conventional and Unconventional Monetary Policies - Inflation and Resources

Chairperson: **Takeo Hoshi**, The University of Tokyo
Paper Presenter: **Ricardo Reis**, London School of Economics and Political Science
Discussant: **Masazumi Hattori**, Hitotsubashi University

Policy Panel Discussion II

Moderator: **Markus Brunnermeier**, Princeton University
Panelists: **Michelle W. Bowman**, Board of Governors of the Federal Reserve System
Thomas J. Jordan, Swiss National Bank
Loretta J. Mester, Federal Reserve Bank of Cleveland
Isabel Schnabel, European Central Bank
Ryozo Himino, Bank of Japan

参考 2 : 参加者リスト

Nur Aimi binti Abdul Ghani	Bank Negara Malaysia
Kosuke Aoki	The University of Tokyo
Jan Marc Berk	De Nederlandsche Bank
Tobias Blattner	European Central Bank
Michelle W. Bowman	Board of Governors of the Federal Reserve System
Markus Brunnermeier	Princeton University
Lillian Cheung	Hong Kong Monetary Authority
Ken Chikada	Bank of Japan
John H. Cochrane	Stanford University
Francisco G. Dakila, Jr.	Bangko Sentral ng Pilipinas
Charles L. Evans	formerly of Federal Reserve Bank of Chicago
Shin-ichi Fukuda	The University of Tokyo
Marcus Fum	Monetary Authority of Singapore
Jaqueson K. Galimberti	Asian Development Bank
Lara Romina E. Ganapin	Bangko Sentral ng Pilipinas
Carlos Garriga	Federal Reserve Bank of St. Louis
Andrea Gerali	Banca d'Italia
Frederico Gil Sander	World Bank
Pierre-Olivier Gourinchas	International Monetary Fund
Toni Gravelle	Bank of Canada
Masazumi Hattori	Hitotsubashi University
Hideo Hayakawa	Tokyo Foundation for Policy Research
Ryozo Himino	Bank of Japan
Kazuhiro Hiraki	Bank of Japan
Johannes Hoffmann	Deutsche Bundesbank
Yoshihiko Hogen	Bank of Japan
Takeo Hoshi	The University of Tokyo
Kenta Ichikawa	Bank of Japan
Hibiki Ichiue	Keio University
Daisuke Ikeda	Bank of Japan
Hiroshi Inokuma	Bank of Japan

Takatoshi Ito	Columbia University
Kazumasa Iwata	Japan Center for Economic Research
Thomas J. Jordan	Swiss National Bank
Masaaki Kaizuka	Bank of Japan
Takeshi Kato	Bank of Japan
Peter Kažimír	Národná banka Slovenska
Yukinobu Kitamura	Rissho University
Satoshi Kobayashi	Bank of Japan
Hirohide Kouguchi	Bank of Japan
Haruhiko Kuroda	National Graduate Institute for Policy Studies
Jae Won Lee	Bank of Korea
Arthur Loussier	Banque de France
Eiji Maeda	Chiba-Bank Research Institute,Ltd.
Sophocles Mavroeidis	University of Oxford
Loretta J. Mester	Federal Reserve Bank of Cleveland
Kazuo Momma	Mizuho Research & Technologies
Yutaka Murayama	Cabinet Office
Junko Nakagawa	Bank of Japan
Toyoaki Nakamura	Bank of Japan
Hiroshi Nakaso	Daiwa Institute of Research Ltd.
Kiyohiko G. Nishimura	National Graduate Institute for Policy Studies
Asahi Noguchi	Bank of Japan
Takemasa Oda	Bank of Japan
Yasutaka Ogawa	Bank of Japan
Åsa Olli Segendorf	Sveriges Riksbank
Athanasios Orphanides	Massachusetts Institute of Technology
Kazuki Otaka	Bank of Japan
Paolo Pesenti	Federal Reserve Bank of New York
Olli Rehn	Bank of Finland
Ricardo Reis	London School of Economics and Political Science
Eli M. Remolona, Jr.	Bangko Sentral ng Pilipinas
Adam Richardson	Reserve Bank of New Zealand
Tetsuya Sakamoto	Bank of Japan

Martin Šanta	Národná banka Slovenska
Isabel Schnabel	European Central Bank
Seiichi Shimizu	Bank of Japan
Mototsugu Shintani	The University of Tokyo
Etsuro Shioji	Chuo University
Shigenori Shiratsuka	Keio University
Arthur Sogno Pèes	Banque de France
Nao Sudo	Bank of Japan
Takeki Sunakawa	Hitotsubashi University
Atsuto Suzuki	Bank of Japan
Kosuke Suzuki	Ministry of Finance
Wataru Takahashi	Osaka University of Economics
Hajime Takata	Bank of Japan
Naoki Tamura	Bank of Japan
Fumikazu Taniguchi	Bank of Japan
Eva Taylor	European Central Bank
John B. Taylor	Stanford University
Shinichi Uchida	Bank of Japan
Kazuo Ueda	Bank of Japan
Boštjan Vasle	Banka Slovenije
Masazumi Wakatabe	Waseda University
Tsutomu Watanabe	The University of Tokyo
Naoyuki Yoshino	Keio University
Rebecca Zarutskie	Board of Governors of the Federal Reserve System