

第5回国際コンファランス

「1990年代における物価安定： 国内・国際両面の政策課題」

I. コンファランスの様相

1. はじめに——今回コンファランスの特徴と討議の概要
2. 各セッションにおける議論

1. はじめに——今回コンファランスの 特徴と討議の概要

金融研究所では、1991年10月24(木)、25(金)の両日、「1990年代における物価安定：国内・国際両面の政策課題」というテーマで、内外18か国の中央銀行および国際機関の幹部エコノミスト、有力学者など約45名の参加を得て、第5回国際コンファランスを開催した（参加者リストは参考1参照）。ここに掲載するのはコンファランスの概要および提出論文、海外顧問講演の要旨である。*

今回コンファランスの狙いは、中央銀行にとって古くて新しい問題であるインフレについて、最新の理論・実証研究成果を踏まえ、新しい目でさまざまな角度から再検討し、今後の各国の政策運営に役立てようということにあったが、物価問題についてトップクラスの業績をもつ専門家が論文報告者や討論者として参加したこともあって、各セッションと

も予定時間を大きくオーバーする白熱した議論が展開された。

今回コンファランスでは、冒頭、三重野総裁から開会挨拶が述べられた後、3つのセッションに分けて討議が行われた（プログラムは参考2参照）。まず、第1セッション（議長：ボーン・フィラデルフィア連銀総裁〈午前〉、貝塚・金融研究所特別顧問〈午後〉）では、1960年代以降の各国のインフレ動向とその背景が検討された。続いて第2セッション（議長：ヘルングレン・スウェーデンリクスバンク上級経済政策顧問）では、インフレの測定をめぐる問題点や各種インフレ予測指標の有用性について議論が行われた。最終の第3セッション（議長：重原・金融研究所長）では、これらの討議を踏まえ、国内・国際両面の政策課題が議論された。この間、両日の午後には、メルツァー、フィッシャー両海外顧問が、それぞれ「大インフレ期の教訓」、「モデレートなインフレからの教訓」（両講

* 今回コンファランスの詳細（提出論文、海外顧問講演、コメント等）は、“Price Stabilization in the 1990s: Domestic and International Policy Requirements”というタイトルで Macmillan 社から1992年春に刊行の予定。なお、海外顧問講演要旨は、Monetary and Economic Studies, Vol.10, No. 1に掲載されている。

演の要旨は、いずれもⅡに掲載）と題する講演を行った。

インフレは、中央銀行にとって最大の関心事のひとつであり、また、学界でも未決着の論争点が数多く存在する問題である。このため、会議では、予想されたようにコンセンサスよりも参加者の間における意見の対立がみられ、前述のように議論は大いに盛り上りをみた。討議の概要を要約すれば、以下のとおりである（文責：金融研究所）。

(1) 各国におけるインフレ経験と金融政策（北米）

ごく大まかに言えば、60年代前半に始まった北米のインフレは、オイルショック等による振れを伴いつつも70年代末に至るまで加速し、その後80年代前半にデスインフレ期を迎え、83～84年以後はCPI（Consumer Price Index：消費者物価指数）でみて概ね4%前後で推移している。こうした北米におけるインフレの高まりと後退の背景について、パーキン・ウェスタンオンタリオ大学教授の報告を基に議論が行われた。

インフレの趨勢的な動きを理解するうえでは、金融的要因が重要であり、また、70年代と80年代のインフレ・パフォーマンスの差が基本的に金融政策の運営態度に起因していることについては、大方のコンセンサスが得られた。このほか、金融政策の決定環境も含む金融面以外の要因に関して、以下のような点の指摘があった。

- ① 80年代後半の北米では、60～70年代にみられたインフレ・コストの過小評価とデスインフレ・コストの過大評価が是正された。
- ② 80年代の米国では、労働組合の交渉力低

下に伴う賃金の伸縮性の高まりから、デスインフレ・コストが低下した。

- ③ 北米では、インフレに対する利害関係が異なる若年層と老年層の人口構成比率が変化し、このためインフレに対する社会の許容度が増化したとみられる。

ただし、③の点に関しては、社会のインフレ受容性と中央銀行の判断が一致する保証はない、との反論もあった。

（欧州）

ボムホフ・エラスムス大学教授は、マネーサプライの適切なコントロールが物価安定をもたらす、との実証結果を報告するとともに、欧州通貨統合後もマネーサプライ・ターゲティング政策により低インフレが維持できよう、との意見を示した。これに対しては、各国中央銀行関係者から以下のような反論が出されコンセンサスは得られなかった。

- ① フランスでは、マネーとインフレの間に安定的な関係は観察されておらず、ドイツも86～87年にはマネーサプライ目標からのovershootingを容認しており、eclecticな政策運営を行っている。また、英国についても、金融自由化や資産の蓄積に伴い流通速度の予測可能性が著しく低下しており、資産価格を金融政策の指標として考える必要があるかもしれないとの指摘があった。
- ② 通貨統合のような制度の大きな変更後はEC全体の通貨需要関数が不安定化し、マネーサプライ・ターゲティング政策が一層困難化する惧れがある。

（アジア＜除く日本＞・オセアニア）

アフリカや南米など他の発展途上国とは異なり、環太平洋圏発展途上国のインフレ率は80年代には概ね低下している。この点を説明する要因として、フライ・バーミンガム大学

教授は①クロスセクション・データによる分析結果からみて同地域の通貨需要関数は安定していた、②外的ショックに対して non-accommodative な金融政策が採られた、および③為替管理によって、内外金融がある程度遮断されていた、等の点が挙げられると報告した。これに対しては、以下のような点が指摘された。

- ① 韓国等、個別の国についてみると、通貨需要関数は必ずしも安定していない。また、この地域も今後、金融自由化がさらに進むとみられ、これに伴い通貨需要関数はさらに不安定化するかもしれない。
- ② 80年代後半の韓国では、GDP デフレーターこそ安定していたものの賃金は持続的に上昇しており、政策がうまくいっていたとは言いきれない。また、この時期、韓国では、対外純資産の増加に伴うウォン高プレッシャーを抑えるため、低金利・国内信用拡張政策を採用した。これは、国際資本移動とは独立に国内金融政策を運営する難しさを示唆している。
- ③ オーストラリアでは所得政策がインフレ鎮静化に一定の役割を果たしており、金融政策が全てというわけではない。

(日本)

日本については、植田・東京大学助教授がその報告論文のなかで、①80年代前半の産出量・物価の安定は、財政拡張や賃金の安定によるものであり、金融政策の効果とは認め難い、②80年代後半の金融政策は円高のデフレ・インパクトの過大評価から緩和が行きすぎ、失敗であった、との意見を述べた。これに対しては、以下の反論が出され、必ずしも結論は得られなかった。

- ① 日本銀行が75年以降のマネーサプライ抑

制によりインフレ・ファイターとして信認を獲得したことに伴う80年代前半の物価安定効果を過小評価すべきでない。また、OECD 計量モデルの試算結果によれば、この時期の金融政策は物価安定に有意に貢献している。

- ② 80年代後半の時点では、一般物価安定の下での資産価格上昇に金融政策で対応することには、日本政府関係者のみならず学者の大勢も否定的であった。また、87年当時、日本銀行は金融引締めに向かっていましたが、クラッシュの発生が引締めに困難にしたことや、当時、外国からの peer pressure が存在したことも念頭においておく必要がある。

(2) インフレの測定とインフレ予測指標

(インフレ測定上の問題点)

まず、物価指数の作成に関する問題について、報告者であるゴードン・ノースウェスタン大学教授は、米国等の既存の CPI 統計は財の質的向上、新製品の登場等の要因を十分に調整できていないため、インフレ率を過大に見積もる傾向があると指摘した。また、同教授は、VAT (付加価値税) 導入時の英国 (1979年) や、モーゲージ・レート上昇に伴うカーター政権時の引締めなど、物価指数作成上の歪みにより金融政策がミスリードされた例もある、との問題を提起した。これに対しては、以下のような反論・意見が出された。

- ① 大量生産によるコスト・ダウンの難しい特注品や高級品等は CPI の対象外品目となるため、インフレ率の過小推計の問題も存在する。
- ② CPI から金利要因、エネルギー価格などの一時的変動を割り引いてみることは、

すでに各国当局の間で一般化している。また、VAT 導入やモーゲージ・レート上昇による見せかけのインフレは、金融政策運営に影響を与えていない。

- ③ CPI と実勢生計費指数の乖離はゴードン教授の推計でも年率0.75～1.75%であるが、これは、「ゼロ・インフレ」という政策目標がCPI ベースで表現される際のオーダーにあたり、短期的な政策運営上は問題ない。しかし、中長期の成長政策・構造政策の立案のうえでは重要な問題であろう。

(インフレの予測指標)

次に、ラッシュ・ミシガン州立大学教授の報告をベースに、①商品市況、②イールド・カーブの傾き、③ P^* (ピー・スター) といった、インフレ予測指標 (indicator) の有用性が検討された。ラッシュ教授の意見は、①商品市況と将来のインフレとの関係は不安定であり、イールド・カーブの傾きも1年以上先のインフレはともかく、目先のインフレ予測指標としては信頼できない、②通貨流通速度のトレンドからの乖離とGNPギャップを用いて潜在的物価圧力をみようという P^* は、日・米両国においてはやや長い目でみたインフレ予測指標として利用できる、というものであった。これに対しては、

- ① P^* からインフレ動向を判断するには、通貨需要のシフトの大きさを事前に把握することが必要であるが、これは通常難しい、
 ② 商品市況、イールド・カーブ、 P^* 、為替相場等の指標は、いずれも単独で政策運営に用いることはできないが、総合判断のための情報としては利用できよう、
 ③ 資産価格についても、インフレの予測指標候補として検討する余地がある、等の意

見が出された。

(3) 政策的なインプリケーション (ゼロ・インフレをめぐる議論)

第3セッションでは、政策的なインプリケーションについて議論された。ひとつの焦点は、いわゆるゼロ・インフレ政策の是非であった。

カナダ銀行は本年2月、CPI 前年比を1995年末に2%まで低下させ、その後さらに低下させる、とのインフレ削減目標を発表している。またニュージーランドでも、中央銀行総裁の任期中における物価目標を政府との契約で作り、これを公表することによりゼロ・インフレを目指す姿勢を明確化している。一方、米国では昨年ゼロ・インフレを目指す議員立法の動きがあったが、その後、立消えとなっている。こうした動きを背景に、中央銀行の政策目標として、現状CPI でみて概ね4%前後となっている先進各国のインフレ率を、さらにゼロ近傍まで削減することの是非をめぐる、活発な議論が展開された。

ゼロ・インフレ目標を疑問視する参加者からは、

- ① 米国経済は長期にわたりCPI ベースで概ね4～5%のインフレを経験しているが、そこそこのパフォーマンスを維持している、
 ② デイスインフレの際に発生する失業等のコストは大きい。いわゆるサクリファイス・レシオ (インフレ率を1%引下げるために何%の成長率の低下が必要かを示す比率) をみると、米国の場合2.2、カナダではその倍に達している、
 ③ 仮にインフレが不確実性を増すとしても1～3%のインフレを0～2%にすることの効

果が大きいと明確には言えまい、
といった反対論が出された。

これに対し、ゼロ・インフレ目標を支持する立場からは、

- ① サクリファイス・レシオなど、ディスインフレのコストに関する計測結果は、時期やタイム・スパンの長さ、期待形成のモデル化の仕方に大きく依存しており、過大推計の可能性がある、
- ② 長期的にみればインフレと成長率は逆相関の関係にあり、一時的な成長率の後退をサクリファイス（犠牲）とみるのはおかしい、

等の反論があった。また中央銀行関係者の間には、現実にはゼロ・インフレを目指さなければインフレの加速も防げない、といった意見が聞かれ、ゼロ・インフレを目標とすることを支持する声が強かった。

このように、ディスインフレのコストの評価についてはかなりの意見対立があったが、その大きさが物価や賃金などの弾力性に依存していること、したがって物価安定を長期にわたり確保するためには、経済構造政策などにより、ディスインフレのコストを小さくし、反インフレ的な金融政策運営を側面から支援していくことが望まれる点については、コンセンサスがみられた。

（物価安定に向けての国際的枠組み）

報告者のロゴフ・カリフォルニア大学教授は、いずれヨーロッパ、北米、および円を中心としたアジアという3通貨圏が形成される可能性が高いとしたうえで、例えば、米国、ドイツおよび日本のうち最もインフレ率の低い国が、物価安定の名目アンカーの役割を交代で果たしていくことにより、世界的な規模で物価と為替相場安定の両立を目指すべ

き、とした。また、もう一人の報告者であるレイドラー・ウェスタンオンタリオ大学教授は、変動相場制の下で、主要国通貨が国際通貨の地位をめぐる競争することは、世界的なインフレの抑制に資する一方、G7等のいわゆる国際協調は、政治家が他国の金融政策にインフレ・バイアスを持った圧力をかける場になるという問題がある、と指摘した。

ロゴフ教授の構想に対しては、

- ① 北米やアジアが1つの通貨圏を形成するかは疑問であり、また形成されたとしても、それらの間の為替相場が半ば固定されるのは適当とは思われない、
- ② 基軸通貨は市場で内生的に決定されるものであり、人為的に決めることはできない、という批判が多かった。

また、国際協調の問題に関しては、中央銀行エコノミストから、各国がまず自国の物価安定を追及しつつ、そのうえで必要に応じて可能な範囲での協調の途を探るのが現実的である、との意見が出された。

（中央銀行の裁量、独立性と責任）

中央銀行の行動が一定のルールに従うべきか、裁量的な政策運営の方が望ましいかについては、「 $k\%$ ルール」のような厳密なルールの採用は、予想できないショックに対応できず、経済の安定性をかえって損なう恐れがある、との意見が、中央銀行エコノミストを中心に有力であった。ただ、そのなかで、ルールと裁量とを区別することの困難さが論じられ、70年代後半に日本銀行がインフレ・ファイターとしての信認を獲得したのは、単に裁量的に適切な政策運営を行った成果というより、その政策運営がシステマティックなものだったためではないか、との指摘が注目された。

中央銀行の政策に裁量が伴うとすれば、中央銀行の独立性と責任のとり方が問題になる。この点に関しては、独立性を確保するには物価の安定を唯一の政策目標とし、中央銀行幹部の指名を政府から独立させることを法的に保証すべきであるとの強い意見が出された一方、社会の majority の意向を無視して物価安定のみを目標とするのは非民主的であり、民主主義の下では独立性が行きすぎないようにする必要があるとの意見もあったが、相当な独立性を持った中央銀行が、物価安定に向けて一貫性のある政策を行うことが望ましいという点については、コンファランス参加者の意見がほぼ一致した。この点に関連して、報告者であるレイドラー教授は、独立性をもった中央銀行は、一方ではその政策決定の背景となる情報や判断について極力説明し、自ら進んで批判を受ける立場に身を置くことにより独善的政策運営に陥らぬよう心がけるべきであると指摘した。また、中央銀行関係者から、制度的な枠組みもさることながら、物価安定のために中央銀行が政治的プレッシャーから独立な立場を保つことの妥当性について社会的なコンセンサスを醸成する必要がある、物価安定に向けての中央銀行の意思をアピールし、国民一般の支持を得ることの重要性が強調された。

2. 各セッションにおける議論

(1) 各国におけるインフレ経験と金融政策

イ. 北米地域

(コスト・プッシュ要因)

Parkin (ウェスタンオンタリオ大学教授) は、北米 (米国、カナダ) の1960年代以降のインフレ動向を概観し、米国、カナダに共通するインフレ動向は両国間の金融・貿易面で

のつながりの強さを反映したものである、と報告した。

Parkin は、こうしたインフレの動きはコスト・プッシュ要因ではうまく説明できないと主張した。すなわち、米国のデイスインフレ期の賃金 (長期契約ベース) はインフレ率の動きに遅行していることを指摘し、賃金の自律的な変動がインフレ率の変動を誘発するというメカニズムに対する反証とした。Gordon (ノースウェスタン大学教授) は、この見解を支持し、また、Jenkins (カナダ銀行顧問) も、カナダのデータについて行ったグレンジャー・テストでは、物価から賃金への因果関係がみられることから、カナダについても賃金の自律的な変動がインフレの原因とは認められないと主張した。さらに、Parkin は、例えば石油のようにカルテルの形成されている市場では、関係者間の合意形成に時間がかかるため、価格変更の頻度は少ない一方、1回あたりの変化幅は大きくなることを指摘したうえ、70年代の2度にわたるオイル・ショックはこれに先立つインフレによる石油価格の相対的な低下を調整したものにすぎないとし、外生的な石油価格の上昇がインフレ率を高めたという通説を否定した。これに対して、Bryant (ブルッキングス研究所主任研究員) は、オイルショック前の石油の相対価格の低下が2度の大幅な価格引上げを部分的に説明することは認めつつも、大宗は外生的な要因によるものと反論し、Gordon もこれに同調した。

(Kydland-Prescott モデルによるインフレの説明)

上述のように、インフレの趨勢的な動きを理解するうえでは金融的要因が重要であり、70年代と80年代のインフレ・パフォーマンス

の差は基本的に金融政策の運営態度に依存していることについては大方のコンセンサスが得られたが、Parkin はさらに議論を進め、金融政策の動きそのものを規定する要因は何か、という問題を提起した。そして、これに対するひとつの回答として、Kydland-Prescott の考え方にに基づき、金融政策が中央銀行と民間部門の間のゲームにより内生的に決定されるとするモデルを前提として、次のような議論を展開した。このモデルによれば、中央銀行が裁量的に政策を行う場合の均衡インフレ率は、①自然失業率が上昇するとき上昇する、また、②有権者の若年化が進むと、国民の平均的な選好が失業率削減重視へと傾くことを反映して上昇する。②の点は金融資産の蓄積が少ない一方で住宅ローン等の負債を抱えている若年層の方が、金融資産を保有している老年層に比べ、インフレに対する許容度が高いためである。実際の米国、カナダの人口動態統計のデータと両国のインフレ率の動きを比べると、この分析の結果とはほぼ整合的である。ここから、Parkin は人口動態が金融政策の決定プロセスにおいて重要な役割を果たしてきたことが確認できると主張した。また、将来は人口構成の一層の高齢化に伴い自然失業率が低下し、有権者全体のインフレ回避傾向も強まるため、均衡インフレ率は低下し、デフレの可能性もあるとの見通しを示した。

この考え方に対し、Jenkins はカナダの自然失業率は84年まで上昇傾向にあり、また、有権者の若年化も86年まで続いたことを指摘し、カナダにおける80年代前半のデスインフレは Parkin のモデルでは説明できないと反論した。また、Bryant は、中央銀行の独立性がある程度確保されている状況では、中央銀行の選好と有権者の選好が一致する保証

はなく、これが一致するという前提の下での議論には無理があるとした。

Parkin の問題提起を受け、金融政策およびインフレ率の変動パターンについていくつかの代替的な説明が提示された。まず、Taylor (スタンフォード大学教授) は、①60年代および70年代には現在に比べインフレのコストが過小に評価されていたこと、②サクリフェイス・レシオが過大に推計されるなどデスインフレのコストが過大に評価されていたこと、を指摘し、Laidler (西オンタリオ大学教授)、Meltzer (カーネギー・メロン大学教授) もこれに同調した。Gordon は、60年代から70年代にかけての米国におけるマネーサプライの増加は、財政拡張下で連銀が名目金利を一定に保つ行動をとった結果であると指摘した。Axilrod (元連邦準備制度理事会・金融政策局長) は、80年代の米国のデスインフレの一因として、航空管制官のストライキに対するレーガン政権の厳しい対応などを契機とした労働組合の交渉力低下に伴って、賃金の伸縮性が高まり、デスインフレ・コストが低下したことを挙げた。

ロ. ヨーロッパ地域

(西ヨーロッパにおける通貨需要関数の安定性)

西ヨーロッパにおけるマネーと物価の関係について Bomhoff (エラスムス大学教授) は、カルマン・フィルタを用いて通貨の所得流通速度が確率的なトレンドをもつことを仮定した通貨需要関数を推計し、各国間の通貨の流通速度の予測誤差とマネーサプライの予測誤差との間には相関関係があるとの結果を報告した。このことは、マネーサプライを安定化させることによって通貨の流通速度の予測誤差を縮小できることを意味し、したがって

安定的なマネーサプライ管理が物価安定をもたらすと主張した。また、ヨーロッパの通貨統合後の見通しに関し Bomhoff は、E C 7 か国合計の流通速度は、安定的通貨供給ルールを採用しているドイツ国と比べても予測誤差が小さくなる、という Arnold の分析結果を引用し、E C としての安定的なマネーサプライ管理により現状の低インフレを維持できるとの楽観的な立場を示した。

この Bomhoff の議論に対し、主として通貨需要の安定性の観点からいくつかの疑問が提起された。まず、Coleby (イングランド銀行理事) は、英国では金融自由化や資産蓄積の進展を反映して、投機目的の通貨需要が増加したため、流通速度の予測可能性が著しく低下したと指摘し、こうした現状の下では、金融政策の参考指標として住宅等の資産価格も重要であるかもしれないと述べた。また、Icard (フランス銀行調査総局長) は、フランスではマネーとインフレについて安定的な関係はみられないと反論した。重原 (日本銀行金融研究所長) は、ドイツの政策運営は 1986~87 年の例にもみられるとおり、マネーサプライ目標からの overshooting を容認してきており、必ずしもマネーサプライ・ターゲティングとはいえない点を指摘し、金利操作との折衷的なものであると付言した。この点に関連して Laidler は、10 年単位の長期ではマネーと物価の関係は安定的であるが、より短期間を対象に計測される通貨需要関数はこの長期関係に至るまでの複雑な時間的プロセスを統計的に描写したものにはすぎず、安定的な関係はそもそも望めない。したがって、仮に何らかの計測結果が得られたとしても、そこから関数関係を逆転させマネーを変化させた際の物価の変化を読みとることはできない

と主張した。また、Rich (スイス国民銀行調査局長) は、Lucas がかつて指摘したように、金融・通貨制度の大きな変更に伴い、通貨需要関数が不安定化する可能性を指摘し、重原とともに E C 通貨統合後の通貨需要関数の安定性に関する Bomhoff の楽観論に批判的な見解を示した。

ハ. アジア・オセアニア地域

(環太平洋途上国地域のインフレ動向)

Fry (バーミンガム大学教授) は、環太平洋途上国地域 (インドネシア、香港、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ) のインフレ率が 70 年代の高インフレの後、80 年代には他の途上国とは異なり概ね低下傾向を辿るという先進工業国型のパターンを示した背景について、自国通貨をそれぞれ米ドル、通貨バスケットにペッグさせる政策をとっている香港、シンガポールを除く 6 か国を対象とした分析を行い、①通貨需要関数が安定していたこと、②為替管理によって海外要因から独立に金融政策を運営する余地が残されていたこと、③資本流入、財政支出の増大、原油価格の上昇等のショックに対し、accommodative な政策を採らなかったこと、を指摘した。

通貨需要関数の安定性について、Kim (韓国銀行統計局長) は、韓国におけるこれまでの推計結果は Fry の結果とは対照的に不安定性を示唆していると反論し、また、Yusof (ネガラ・マレーシア銀行経済局長) は、マレーシアでも 86 年の交易条件悪化を契機に安定性が低下したと報告した。さらに、Stevens (オーストラリア準備銀行首席エコノミスト) は、同地域では金融自由化がさらに進展するとみられるが、これに伴い通貨需要関数は不安定化する可能性があるとして主張した。この間、

重原は、80年代後半の韓国では、① GDP デフレータは安定していたものの、一方で賃金は上昇を続けており、物価をめぐる環境は安定していたともいえない、②対外純資産の増加に伴うウォン高プレッシャーを抑えるため、低金利・国内信用拡張政策を採用しており、Fry が指摘するように必ずしも為替管理に守られた独立的な金融政策運営が可能だったわけではない、と批判した。

(オーストラリアのインフレ動向)

Stevens は、Fry 論文でカバーされていないオーストラリアのインフレ動向について報告し、その特徴点として①80年代半に至るまで期待インフレ率に変化がみられず、10%程度のインフレが継続したこと、②その後の長期にわたるデysinフレの過程で著しいアウトプット・ロスが発生したこと、③賃金上昇率を抑制するうえで所得政策も一定の役割を果たしたこと、を指摘した。

二. 日本

(日本の金融政策運営とインフレ動向)

植田 (東京大学助教授) は、70年以降の20年間を①70年代前半、②70年代半から80年代半にかけて、③80年代後半、という3つの時期に分割し、それぞれの時期のインフレ・パフォーマンスと金融政策の関係について論じた。特徴点として植田は、①日本では固定的なルールに基づいて金融政策が運営されたことはなく、3つの時期を通じて裁量的な政策運営が行われていたこと、②第1、第3の時期には、円高のデフレ・インパクトの過大評価や政府・海外からの金融緩和圧力が原因となって裁量的な政策が失敗し、フローないしストックのインフレが発生したこと、③第2の時期には産出量、物価ともに安定的に推移したが、これは財政拡張や賃金の安定による

ものであり、この間の裁量的な金融政策の効果とは認め難いこと、を指摘した。そのうえで、為替相場の変動や金融自由化に伴う通貨需要関数のシフトなど予想されないショックが存在する状況下では裁量的な政策を継続することが望ましいと主張した。

こうした見方にはいくつかの反論が出た。

Beebe (サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長) は、①75年以降のマネーサプライの伸び率の抑制によって日本銀行がインフレ・ファイターとして「信認」(credibility)を築きえたことが、70年代後半以降80年代半にかけて政策に対する不信による期待インフレ率の高まりがみられなかった(すなわち、Kydland-Prescott モデルのルール解に近い状態となった)重要な背景である、②79年以降の賃金の安定も、金融政策に対する「信認」が期待インフレ率を安定化させた結果と解釈できる、と指摘し、植田論文が第2の時期の金融政策の役割を過小評価していることを批判した。重原も、OECD 多国計量モデルの結果を引用しつつ、80年代に短期名目金利を70年代後半のレベルに固定化するような金融政策が採用されていたと想定すると、日本のGDP デフレータは2.6%も高かったとみられるとし、この時期のデysinフレ策が物価の安定に寄与していたことを主張した。また、フロアから鈴木 (元日本銀行理事) は、70年代半以降の日本の金融政策は、1~2年のタイム・スパンではマネーサプライの伸び率コントロールを目標としており、この意味で規則的であるが、より短い期間でみると短期金利を操作変数とした裁量的なものであり、全体としてはルールと裁量の両方の性格を持つ折衷的なものであると指摘して、日本の金融政策が一貫して裁量的に運営されてき

たとの見方に反論した。また、これと併せ、70年代半から80年代初にかけての金融引締め期には日本経済は直立するフィリップス・カーブ上を物価安定に向けて産出量減少のコストを払うことなく下降していたとの解釈を示した。Taylor は、①マネーサプライや金利、物価等の観察可能な変数の動きから政策が規則的か裁量的かを判断することには限界がある、②日本では Friedman の「 $k\%$ ルール」に代表されるような固定的なルールが採用されたことはないが、Beebe のコメントにみられるような信認の獲得は暗黙にフィードバック型のルールが採用されていたとみなすこともできる、③ディスインフレ策の実行を通じ日本は70年代半に、また、米国は80年代に入ってからそれぞれ「信認」を得たと考えられる、と主張した。これらのコメントに対し、植田 は、第2の時期において金融政策の果たした役割について同意するとともに、賃金の安定が Beebe が主張するように金融政策に対する信認によるものか、それ以外の要因によるものなのかについてはさらに計量的な検討が必要とした。

(80年代後半の政策運営)

浜田 (イェール大学教授) は、80年代後半の政策運営に関して、資産価格インフレに金融政策が対応すべきであったという植田の主張に疑問を提起し、80年代末の時点では一般物価安定の下での資産価格上昇に金融政策で対応することについて、日本政府関係者のみならず学者の大勢も否定的であったと主張した。これに対し、植田 も、資産価格の上昇がファンダメンタルズに対応したものか、あるいは、バブル的な要素が強いものか、という問題を含め、資産価格の変動メカニズムが明らかでない現状では、資産価格の変動に対し

て規則的に対応することは危険であると主張した。なお、80年代後半の政策運営に関し、山口 (日本銀行調査統計局長) は、1987年の米国株式市場でのクラッシュが金融引締めに転じるタイミングを遅らせたと指摘し、Axilrod は、日本における緩和の継続は米国でのクラッシュが日本に伝播されるタイミングを2年半後ずれさせることはできたが、金融市場の国際的な統合が進むなかでクラッシュそのものを回避することはできなかったと付言した。また、重原 は外国からの peer pressure が当時無視できない存在であったと指摘、今後の国際協調のあり方を考える際の教訓としたいと述べた。

(2) インフレの測定とインフレ予測指標をめぐる議論

イ. インフレ測定上の問題点

Gordon は、米国における既存の物価指数が持つ問題点として、①CPIは財の質的变化、新製品の登場、ディスカウント・ストアでのショッピングの増加等の要因を十分に調整できていないため、上昇率が過大評価されていること、②産出価格も、コンピュータ等一部品目を除いて財の質的变化の調整が不十分であり、また、財の代替(例えば、メイン・フレームからパーソナル・コンピュータへの代替)の効果が考慮に入れられていないため、上昇率が過大評価されていること、③これらの要因によるインフレ率の上昇は実質成長率および生産性上昇率を低く見せかけていること、を指摘した。さらに Gordon は、インフレ測定上の誤差が金融政策を誤った方向に導いた例として、英国(1979年のVAT導入による価格上昇に反応して不必要な金融引締めを実行)および米国(1977~81年の金利上昇

期に、住宅所有コストとして実態に反して変動金利がCPIに採用されていたため、CPIの上昇率が実勢を上回り、カーター政権の下で過剰な引締めを招いた)のケースを挙げ、こうした失敗を防ぐために、統計作成当局に対し、①利子率、間接税、食品価格、エネルギーコストを除いたCPIを作成し、見せかけの要因、一時的要因を除去した実勢の動きに関する情報を政策当局に提供すること、②経済成長率や生産性上昇率の適正な把握のため、すでに米国でもコンピュータに関しては行われている質的变化分の調整を、他のハイテク資本、消費財についても拡張すること、などを提唱した。

こうしたGordonの主張に対し、Davis (ニューヨーク連銀上級副総裁兼調査局長) は、Gordon論文で示されているデータによれば、CPIと実勢生計費指数の乖離は総計で年率0.75~1.75%であり、これは「物価の安定」という政策目標がCPIベースで表現される際のオーダーに匹敵するから、短期的な金融政策運営の観点からは問題はないと主張し、Rich、Nicholl (ニュージーランド準備銀行副総裁) もこれに同調した。これに対し、重原は、Gordonの指摘は中・長期の成長政策・構造政策の立案のうえでは重要と述べた。また、Beebeは、CPIは主に大量生産品を対象品目としており、コスト・ダウンの難しい特注品や高級品等は対象外となるため、この面からはインフレ率が逆に過小推計される可能性がある」と指摘した。また物価指数の誤った計測が金融政策に与える影響について、Colebyは、VAT導入による見かけ上のインフレは政策に影響を与えなかったと主張し、Kohn (連邦準備制度理事会・金融政策局長) も米国のケースについて同様の主張を

行った。Stevensも、金利を除いたCPIの計測はすでに行われており、この面で金融政策がミスガイドされることはない」と主張、重原も同調した。この間、山口は、CPIの固定ウェイトに伴うバイアスに関連して、英、仏、独、日では5年毎にウェイトが改訂されているのに対し、米国では10年毎に改訂されるにすぎず、この点についての改善の余地を指摘した。

ロ. インフレの予測指標

インフレ率の先行指標としてのマネーサプライの信頼性が低下している状況下、Rasche (ミシガン州立大学教授) は、適切なインフレ指標の候補として言及されることの多い、①商品市況、②イールド・カーブの傾き、③ P^* (ピー・スター) について検討した。まず、商品市況の変動と将来のインフレの関係は、商品市況を変化させるショックの源泉および金融当局の反応に依存するため不安定であることを理論、実証の両面から示した。また、イールド・カーブの傾きについては、Mishkinらの実証分析の結果からみて、1年未満の短期では実質金利が変動するためインフレ期待部分を抽出することが難しいが、より長い期間ではインフレ指標として役立つ可能性がある」と述べた。さらに、M2、実質GNP、GNPデフレーターからなる誤差修正モデルの推計結果から各変数の動きを恒常的要素と一時的要素に分割したうえで、GNPデフレーターとM2の一時的要素の和として P^* を定義し、これを使って将来のインフレ率の予測能力をチェックした結果、 P^* は日米両国においてはやや長い目でみたインフレ指標として利用できる」との結果が得られたと報告した。

これに対しNichollは、①ニュージーランドでは、イールド・カーブの傾きがインフレ

指標として一定の役割を果たしていること、②ニュージーランドのような小国開放経済では、為替相場もインフレの先行き予測に役立つこと、③複数の指標を総合的に検討することによりインフレの予測能力を高めうる可能性があること、を指摘し、③の点については Goldstein (IMF 調査局次長) も同調した。また、伊藤 (一橋大学教授) は、日本についての誤差修正モデルの推計が85年の大口定期導入時にダミー変数を含むことを問題視し、この時点ではダミー変数のインパクトを知ることではできないため、事後的に得られる P^* の値は実際には計算できなかったはずとして、 P^* の実用性に疑問を投げかけた。また、伊藤 は、資産価格は将来のフロー価格を反映する面もあり、インフレの予測指標として考慮に値するのではないかと指摘した。なお、この点に関連して Meltzer はその講演において、日本についてのVARモデル(資産価格を含む)の推計結果では、資産価格の上昇がCPIの上昇を誘発する結果となっていることを紹介し、ここから、資産価格の上昇に対応した89年以降の金融引締めがなければ、インフレが発生していたであろうと述べた。

この間、Kohn、Rich は、為替相場も含めたいくつかの予測指標は、いずれもそれだけで政策運営を行うには不十分だが、総合判断の材料としては十分利用価値がある、と述べた。

(3) ゼロ・インフレの妥当性

イ. ゼロ・インフレに向けての動き

Jenkins は、カナダ銀行が1995年末時点のCPI前年比を2%まで低下させるインフレ削減目標を91年2月に発表した背景として、①インフレ削減の目標値は民間部門がインフ

レ期待を形成する際のガイドとして機能すること、②中央銀行当局にとっても金融政策実行上のガイドになること、③インフレ削減計画の進捗状況の尺度になること、を指摘した。また、最終的に目指すべき物価安定 (price stability) の定義については未だコンセンサスに至っていないが、CPIベースで年率2%未満の線で議論が行われていると報告した。また、Nicholl は、90年末に締結された Policy Targets Agreements (PTA) のなかで、ニュージーランド準備銀行は93年12月までにCPI年率で0~2%までインフレ率を削減することを目標としていると報告した。この間、Kohn は、米国では90年、ゼロ・インフレを目指す議員立法の動きがあったが、連銀が賛同したのみで立消えになったと付言した。

こうしたゼロ・インフレに向けての動きのなかで、先進各国の現状4%前後(CPIベース)のインフレ率をさらにゼロ近傍にまで削減することのコストとベネフィットについて、80年代のデイスインフレの経験、およびforward-lookingな期待形成を中心とした経済理論上の発展を踏まえ、多面的な議論が展開された。

ロ. インフレのコスト

Laidler は、インフレのコストとして、予想されたインフレが通貨需要の減少を通じて消費者余剰を減少させる、という通常指摘されるルートにとどまらず、通貨を媒介として財の交換を行うネットワークそのものの効率性を損ねるというかたちで経済厚生を下げる点を強調した。また、Meltzer は、平均的なインフレ率が高まるにつれてその分散も増加することから、インフレは価格情報についての不確実性を高め、貯蓄・投資の意思決定に歪みを与えると主張した。こうした見方に対

する反証として Fischer (マサチューセッツ工科大学教授) は、米国や英国で CPI インデックス債市場があまり利用されなかったことを挙げ、インフレに伴う価格の不確実性は重要なコストではないと批判した。

ハ. ディスインフレのコスト

Parkin は、ディスインフレのコストに関する1990年の Ball 論文を引用し、マネーサプライの増加率が十分に緩やかなペースでゼロに近づく場合には、forward-looking な期待を反映してインフレ率が低下するため、ディスインフレの過程で実質マネーサプライが増加し、この結果、好況が発生する可能性があることを指摘した。Taylor は、この結果が、Taylor 自身による *American Economic Review* 論文 (1983年) の趣旨 (金融政策の credibility を前提にした場合には forward-looking な側面が少しでもある限り、ディスインフレに伴うアウトプットの損失を削減できる) と整合的であるとし、Okun を中心とする一連のサクリファイス・レシオの計測結果は過大であった可能性を示唆した。

これに対し、Bryant は、Taylor-Ball タイプのモデルでは、財価格の水準について粘性 (stickiness) が仮定されているが、より本質的なのはインフレ率の粘性性であり、この仮定の下ではディスインフレはコストを伴うとし、加えて、期待は完全に forward-looking でなく backward-looking な側面も持っていること、金融政策は完全には credible でないことを考慮に入れば、サクリファイス・レシオは無視できない水準になると反論した。また、Fischer、Gordon も、実証的にみて Taylor-Ball モデルの妥当性は支持できず、過去の経験に照らしてもコストを伴わないディスインフレは存在しなかったと

批判した。これに対し、伊藤 は、75年以降の日本のディスインフレ期においてアウトプット・ロスほとんど発生しなかったことを指摘した。

ディスインフレのコストに関連して、Fry は、環太平洋途上国地域を含む途上国27か国について、GNP 成長率とインフレ率 (GNP デフレーターベース) が負の相関を持つことを示し、ここから、これら途上国についてはサクリファイス・レシオは負である可能性を主張した。Fischer は、この種の相関関係は他地域についても広く観察されることを指摘したうえで、この事実は長期的循環 (low frequency) のレベルの現象であり、ここに至るまでの過渡期ではアウトプット・ロスが発生しており、この意味でサクリファイス・レシオは正であると反論した。

ニ. シーニョレージ (seignorage) の評価

最適通貨供給量の議論では伝統的に通貨保有者に対する課税としてのインフレの役割が強調されており (インフレに対する財政アプローチ)、仮にこの側面が重要であれば政府には正のインフレ率を保つインセンティブが存在する。この点に関連して、Parkin は、米国、カナダについては、①歳入に占めるシーニョレージの割合は3%未満と小さいこと、②80年代に財政規模が拡大するなかで、インフレ税率は逆に低下したこと、を理由に、シーニョレージがインフレに対する政府、中央銀行の行動に与える影響は軽微であると主張し、Fischer もこれに同調した。

ホ. ゼロ・インフレの評価

インフレ、ディスインフレのコストに関する見方の違いを反映して、ゼロ・インフレの達成に対する評価は分かれた。Parkin は、カナダ銀行の計量モデルによる分析結果か

ら、CPI ベースで0～2%のレンジで定義されるゼロ・インフレを達成するためのコストは1年半から5年の間に取戻すことができ、したがって、ゼロ・インフレは十分に採算が合うことを強調した。これに対し、Gordon は、①米国の80年代におけるサクリファイス・レシオ (2.2) を前提に、CPI インフレ率を4%から1%まで下げた場合には110万人が1年間失業することになる、②CPI ベースで概ね4～5%のインフレを経験したこの9年間に米国経済はそこそこのパフォーマンスを維持しており、この程度のインフレで資源配分を歪めるほどの不確実性が発生しているとは考えられない、等の理由から米国がゼロ・インフレに至るまでデスインフレを続けるべきではないとし、さらに、カナダについてもゼロ・インフレに伴う失業のコストは高いと主張した。また、Fischer も、仮にインフレが不確実性を増す効果があるとしても1～3%のインフレを0～2%にするもののプラス面が有意に大きいとは考えられないとし、この点を含め、さらに実証的に検討する必要性を指摘した。実証的検討の必要性については Parkin、Laidler も同意した。

この間、Kohn は、米国において現状のインフレ率をゼロにまで低下させるメリットを国民に納得させるのは難しいのではないかとの立場から、経済の構造を変化させるような対策によりデスインフレに伴う経済・政治的なコストを削減することが重要であると主張し、こうした構造対策として、①賃金、物価の伸縮性を高め、また、貿易の自由化を促進する、②財政政策の短期的な機動性を高め、デスインフレに伴う失業の増加に対応する、③デスインフレに伴う資産価格の低下にも対応しうる安定的な金融システムを構築

する、ことを挙げ、山口もこれに賛同した。

(4) 物価安定のための国際的な枠組み

イ. 為替相場の安定

続いて、物価安定のためのグローバルな枠組みについて検討された。まず Rogoff は、プラザ合意後の国際協調が為替相場のボラティリティに与えた影響をみるため、名目為替相場の変動を週単位変動率の標準偏差で計測したところ、プラザ合意前に比べ主要通貨間でボラティリティは増大しているとの結果を示しつつ、①国際協調は為替相場の安定化に作用しなかった、②この間のデスインフレ策、およびその結果としてのインフレ率の低下は為替相場の変動を縮小させなかった、と評価した。これに対し、Taylor、Goldstein、Bryant は、インフレ率との関係をみるためには為替相場の変動を四半期、または年単位で測るべきであると批判し、また、Meltzer は金融政策の目標は消費の変動を最小化することであり、これは必ずしも為替相場の安定化とは一致せず、したがって、為替相場の変動のみを取り出して問題視することは妥当でない、と主張した。

ロ. 競争的通貨 (competitive currency)

Laidler は、最善の国際通貨制度としては超国家的な政治システムを前提に単一中央銀行、単一通貨を導入することが好ましいとしながらも、これは現実にはヨーロッパを除いて実現性が乏しいため、次善の策として、変動相場制を前提に、通貨間の競争を促進することにより最適通貨供給量を実現することを提唱した。また、Laidler は、①固定相場制は通貨間競争のメリットを奪うこと、②G7等の国際協調はシーニョレッズの最大化のための政府間カルテルに発展し、政治家が他国

の中央銀行にインフレ・バイアスのある政策を押しつける場となる可能性があること、を指摘し、これらを回避すべきであると警告した。

ハ. 3 極通貨圏構想

Rogoff は、将来、ヨーロッパ、北米、アジア地域で経済・通貨圏が形成されるとの見通しに立ち、ECU、ドル、円の3通貨間の望ましい枠組みについて議論を展開し、固定相場制のメリットを維持しつつ、Laidler の重視する通貨間競争の要素も採り入れた国際通貨システムとして、①アンカー通貨を3年毎に交替するとして、当番国にはCPIインフレ率を3%以内に抑えることを義務づける名目アンカーの「輪番制」、②過去3年間で最も低いインフレ率を記録した通貨をアンカーに指名する「トーナメント制」、を提唱した。これについて Kohn は、3地域全体が最適通貨圏とはみなし難いと批判し、各国が自国の物価安定を追求しつつ、必要に応じて可能な範囲で協調するといったかたちでの緩やかな国際協調関係が現実的であるとの立場を示した。König (ドイツ・ブンデスバンク調査局長)、Icard は、北米、アジアでEMSのような通貨圏が形成される可能性は低いとの見方を示し、また、仮に3つの通貨圏が成立したとしてもブレトンウッズ体制の失敗の経験に鑑みて3通貨間で固定相場制を採用することに疑問を呈した。さらに、König は、EMS内でマルクが自然発生的に中心的な通貨となったように、基軸通貨は市場で内生的に決定されるものであり、Rogoff のように人為的に輪番できるようなものではない、と批判し、浜田もこれに同調した。

(5) 中央銀行の独立性

Laidler は、ルールと裁量的政策を比較し、動学的不整合性の問題やインフレ課税の誘因を取り除く観点からはルールの優位性を認めたうえで、①Friedman 型の $k\%$ ルールは予想不能なショックに対応できない、②制度的変化が通貨需要の安定性に及ぼす影響を考慮して $k\%$ ルールの変更ルールを決めておくという、いわゆるメタ・ルールもこうした問題の根本的解決にはならない、③フィードバック・ルールは経済をかえって不安定化させる恐れがある、④固定相場制の採用は安定したアンカーが存在する場合にはルール解を実現するが、基軸通貨国がアンカーとして機能する保証はない、⑤完全競争下でのフリー・バンキングによりシーニョレッジを求めてインフレを起こす誘因を除去することはできるが、交換手段としての貨幣のもつ外部性 (externality) は競争的な通貨発行とは相容れないとした。そのうえで、Laidler は、民間部門の近視眼的な選好に中央銀行が影響されることを避け、かつ、予期しないショックに対して適宜対応するためには、司法の独立のようなかたちで中央銀行の独立性を確保することが重要であると強調した。

Parkin は、Alesina-Summers の最近の実証研究で中央銀行の独立性の程度とインフレ率の平均および分散との間に負の相関が見出されたことを紹介し、物価の安定には中央銀行の独立性の確保が重要であり、これを確保するために、①物価の安定を唯一の政策目標とすること、②中央銀行幹部の指名を政府から独立させることを法的に保証すること、が必要であると主張した。さらに、こうした面での整備を進めつつあるカナダでは、将来、ゼロ・インフレが達成される可能性が高いと

の見方を示した。

これに対して Bryant は、中央銀行の独立性の重要性を基本的には認めつつも、独立した中央銀行の選好は民間部門の選好よりは物価安定に重点をおくとしても、失業に対するウェイトをゼロにまで落とす理由はみあたらないとし、社会の majority の意向を無視して物価安定のみを目標とするのは非民主的であると批判した。さらに、Fischer は、民間部門がゼロ・インフレを求めているとすれば、有権者の意見を反映する議会はなぜ連銀に対しゼロ・インフレ遂行の圧力をかけないのかとの疑問を提起した。また、Kohn は、民主主義と中央銀行の独立性との矛盾を反映して議会在連銀の独立的な運営を妨げる傾向があることを指摘した。これに関連して Laidler は、中央銀行の独立性は重要である

が、独善的政策運営を防ぐために政策決定の場での議事録を含め政策関連情報を公開し、外部からの批判により政策運営に一定の枠をかけることが必要ではないか、と指摘した。

中央銀行の独立性を法的に保証すべきかという問題について、Kohn、König は、①同レベルの法制度上の独立性をもつ中央銀行が物価安定上のパフォーマンスに有意な差をみせていることからしても、法制度の整備だけでは物価安定は達成されない、②重要なのは、物価安定のために中央銀行が政治的なプレッシャーから独立な立場を保つことについて、社会的なコンセンサスを醸成することであり、そのためには、物価安定に向けての中央銀行の意思をアピールすることが必要である、と主張し、山口もこれに同調した。

以 上

第5回国際コンファレンスのラウンデードテーブル参加者一覧*

1. 海外中央銀行・国際機関 (26名)

(北 米)
連邦準備制度理事会金融政策局長
ボストン連銀総裁
カンサスシティ連銀上級副総裁兼調査局長
ニューモント連銀上級副総裁兼調査局長
リッチモンド連銀第1副総裁
サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長
フィラデルフィア連銀総裁
カナダ銀行顧問
(欧 州)
ベルギー国民銀行調査局課長
イングランド銀行理事
フランス銀行調査総局長
ドイツ・ブンデスバンク調査局長
イタリア銀行調査局金融課長
オランダ銀行内国調査局次長
スウェーデンリクスバンク上級経済政策顧問
スイス国民銀行調査局長
(大洋州)
オーストラリア準備銀行首席エコノミスト
ニュージーランド準備銀行副総裁
(アジア)
インドネシア銀行理事
韓国銀行統計局長
シンガポール通貨庁経済局次長
フィリピン中央銀行内国調査局次長
ネガラ・マレーシア銀行経済局長
(国際機関)
BIS金融経済局次長
IMF調査局次長
OECD政策調査局長

Mr. Donald L. Kohn
Mr. Richard F. Syron
Mr. Thomas E. Davis
Mr. Richard G. Davis
Mr. Jimmie R. Monhollon
Mr. Jack H. Beebe
Mr. Edward G. Boehne
Mr. Paul Jenkins

Mr. Johan Claeys
Mr. Anthony Coleby
Mr. André Icard
Dr. Reiner König
Mr. Franco Passacantando
Dr. Lex H. Hoogduin
Dr. Lars Hörngren
Mr. Georg Rich

Mr. Glenn R. Stevens
Mr. Peter Nicholl

Dr. Hasudungan Tampubolon
Mr. Han-Eung Kim
Mr. Tharman Shanmugaratnam
Mrs. Celia M. Gonzalez
Dr. Zainal Aznam Yusof

Dr. Helmut W. Mayer
Mr. Morris Goldstein
Mr. Constantino Lluch

2. 学 者 (17名)

(金融研究所海外顧問)
カーネギー・メロン大学教授
マサチューセッツ工科大学教授
(金融研究所特別顧問)
東京大学教授
(ペーパー提出)
東京大学助教授
バーミンガム大学教授
ウェスタンオンタリオ大学教授
エラスムス大学教授
ノースウェスタン大学教授
ミシガン州立大学教授
ウェスタンオンタリオ大学教授
カリフォルニア大学バークレイ校教授
(その他)
スタンフォード大学教授 (前CEA委員)
ロチェスター大学教授
ブルッキングス研究所主任研究員
大阪大学客員教授 (イェール大学教授)
一橋大学教授
元連邦準備制度理事会・金融政策局長

Prof. Allan H. Meltzer
Prof. Stanley Fischer

貝塚 啓明

植田 和男
Prof. Maxwell Fry
Prof. Michael Parkin
Prof. Eduard Bombhoff
Prof. Robert Gordon
Prof. Robert Rasche
Prof. David Laidler
Prof. Kenneth Rogoff

Prof. John B. Taylor
Prof. Charles Plosser
Dr. Ralph C. Bryant
浜田 宏一
伊藤 隆敏
Mr. Stephen Axilrod

重原久美春
山口 泰
田口 博雄

3. 日本銀行 (3名)

金融研究所長
調査統計局長
金研研究所第1課長

*なお、肩書きは第5回国際コンファレンス開催当時のものである。

プ ロ グ ラ ム

日 時	セッション	議 長	報 告 者	指 定 討 論 者
10/24 (木)	午 前 (9:15-12:30)	総裁スピーチ	三重野 康 (日本銀行総裁)	
	I	Edward G. Boehne (フィラデルフィア連銀総裁)	Michael Parkin (ウェスタンオンタリオ大学教授)	Ralph C. Bryant (ブルッキングス研究所主任研究員) Paul Jenkins (カナダ銀行顧問)
			Eduard Bomhoff (エラスムス大学教授)	Anthony Coleby (イングランド銀行理事) André Icard (フランス銀行調査総局長)
	午後 (14:00-17:40)	海外顧問スピーチ	Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授)	
	I	貝塚啓明 (東京大学教授)	Maxwell J. Fry (ハーミングダム大学教授)	Glenn R. Stevens (オーストラリア準備銀行首席エコノミスト) Han-Eung Kim (韓国銀行統計局長) Zainal Aznam Yusof (ネガラ・マレーシア銀行経済局長)
			植田和男 (東京大学助教授)	浜田 宏一 (大阪大学客員教授およびイェール大学教授) Jack H. Beebe (サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長)
10/25 (金)	午 前 (9:00-12:00)	II	Robert J. Gordon (ノースウェスタン大学教授)	Richard G. Davis (ニューヨーク連銀上級副総裁兼調査局長) Georg Rich (スイス国民銀行調査局長)
			Robert H. Rasche (ミシガン州立大学教授)	Peter Nicholl (ニューージーランド準備銀行副総裁) 伊藤隆敏 (一橋大学教授)
	午後 (13:30-17:05)	海外顧問スピーチ	Stanley Fischer (マサチューセッツ工科大学教授)	
	III	重原久美春 (日本銀行金融研究所長)	David Laidler (ウェスタンオンタリオ大学教授) Kenneth Rogoff (カリフォルニア大学バークレー校教授)	Donald L. Kohn (連邦準備制度理事会金融政策局長) Reiner König (ドイツ・フランクフルト銀行調査局長)
	Overview		John B. Taylor (スタンフォード大学教授)	