

第9回国際コンファランス

「低インフレ下での金融政策の役割： デフレ・ショックと政策対応」

1. はじめに：今回のコンファランスの特徴

金融研究所は、2000年7月3、4日の両日、「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」(“The Role of Monetary Policy under Low Inflation: Deflationary Shocks and Policy Responses”)とのテーマで第9回国際コンファランスを開催した(ラウンド・テーブル参加者は参考1参照、肩書きはコンファランス開催時点のもの、以下、文責 日本銀行金融研究所)。

今回のコンファランスは、インフレ率が低い状況のもとで、典型的にはわが国においてみられたような資産価格バブルの崩壊などのデフレ・ショックが生じた際に、金融政策の果たし得る役割と政策運営の課題について議論することを目的としたものであった。特に、低インフレ下においては、名目金利がゼロに近づくと、金利引下げを通じた通常の金融緩和と政策に限界がある点(名目金利の非負制約)などを念頭におく必要がある。今回のコンファランスでは、現実の政策運営への含意を意識し、1930年代の米国大恐慌期等の歴史的経験や1990年代の日本の経験への理解を深めつつ、理論的、実証的な分析のほか、中央銀行エコノミストや政策担当者の実務的な観点も織り交ぜて議論を行うことが企図された。

こうした問題意識に基づき、コンファランスでは、速水総裁の開会挨拶、メルツアー、テイラー両金融研究所海外顧問の基調講演の後、以下の4つのセッションに分けて討議が行われるとともに、最後に、コンファランス全体を総括するパネル・ディスカッションが行われた(プログラムは参考2参照)。

第1セッション「資産価格変動とデフレの下における金融政策に関する概観」(“An Overview of Monetary Policy under Asset Price Fluctuation and Deflation”)では、1990年代におけるわが国の資産価格バブル崩壊後の経済動向と政策対応について検討するとともに、1930年代における米国のデフレ等の歴史的経験について比較分析を行った。第2セッション「波及メカニズムと構造的な硬直性」(“Transmission

1 この他、低インフレ下の金融政策運営について日本の経験を論じる時、低インフレ期に先立つバブルの発生・拡大を巡る金融政策運営の問題が重要な論点になるため、今回のコンファランスにはバックグラウンド・ペーパーとして翁 邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」(本号所収)が提出された。

Mechanism and Structural Rigidities”) では、金融政策の効果に影響を与える構造的要因のうち、金融システムの安定性と雇用調整に焦点を当て、その金融政策の波及経路や効果に与える影響が議論された。続く第3セッション「期待形成と金融政策」(“Expectation Formation and Monetary Policy”) では、金融政策運営における期待形成の役割のほか、1997～98年に生じた金融市場危機前後における価格形成メカニズムの変化とその金融政策運営上の含意について検討が加えられた。第4セッション「低インフレ・低金利の金融政策運営上の含意」(“The Implications of Low Inflation and Interest Rates for the Conduct of Monetary Policy”) では、日本の経験を基に、名目金利の非負制約を考慮した開放体系下での金融政策、ゼロ金利下での金融調節手段とその波及経路、政策運営の枠組みについて議論が展開された。最後に、中央銀行関係者3名および当研究所海外顧問2名からなる総括パネル・セッションを行い、低インフレ下での金融政策の役割に関し、その理論上、実践上の課題について議論が行われた。

今回のコンファランスは、低インフレ下における金融政策の役割についての論点を幅広く取り上げたものであった。実際の議論は現下のわが国経済における金融政策運営を強く意識したものとなったが、参加者の間で、わが国経済情勢に対する現状認識やそのもとでの政策オプションの効果とリスク・コストの考え方にかかなり大きなバラツキがみられ、コンセンサスを形成するには至らない論点が多かった。しかしながら、日本銀行が直面している困難な課題を巡って、考え方や立場を超えて極めて率直かつオープンな議論が行われた点を高く評価する声が多数聞かれた。

具体的な論点は多岐にわたるが、その主要なポイントを整理すると以下のとおりである。

- 1) デフレへの対応はインフレへの対応以上に難しく、物価の安定を目指すうえでは、インフレのリスクのみならず、デフレのリスクに対しても未然に対応していくことが重要である、との点について多くの参加者の間で意見の一致をみた。
- 2) 名目金利の非負制約に直面したもとでデフレ・ショックに見舞われた場合の政策対応については、ゼロ金利政策のアナウンスメント効果の拡充、為替レート減価、長期国債オペの拡大、インフレーション・ターゲティングまたは物価水準ターゲティングの導入、現金保有税によるマイナス金利の実現、これらの政策対応の組み合わせ、といった政策オプションが議論された。こうした政策手段を巡っては、個別政策オプションの一般的なフィージビリティおよび日本経済への適用可能性について意見が大きく分かれた。こうした意見の相違が生じる理由は、各政策オプションがもたらし得る効果のみならずリスクないし副作用をどの程度意識するか、という点の違いにあることも明確となった。

- 3) インフレーション・ターゲティングについては、金融政策運営の透明性を高めつつ、柔軟に短期的なショックに対応していくことを可能とする「限定された裁量 (constrained discretion)」としての特性を評価する見方で、ほぼコンセンサスがみられた。しかしながら、現実の日本の経済が直面している社会・政治情勢の下におけるインフレーション・ターゲティングの現時点での有効性・有用性については、見方が分かれた。
- 4) 政策ルールを巡っては、様々な不確実性のもとで、観察される情報変数の変化に対して金融政策が積極的に反応すべきか、それとも慎重に対応すべきか、という点について見解が分かれた。
- 5) バブル崩壊後のわが国金融政策の対応については、通常の景気循環としての対応としては概ね妥当な判断であったが、未曾有のバブル崩壊のインパクトへの対応という観点からは、追加的な緩和が必要であった可能性が指摘された。ただし、金融システムの問題が未解決な状態のままでは、金融政策単独での対応には限界があったとの認識も示された。
- 6) わが国における1930年代の金融・財政緩和策によるデフレ脱却の歴史的な経験については、そのデフレ脱出策としての効果を高く評価する見方と、当時の社会・経済環境を踏まえ、より長いタイム・ホライズンでみた政策評価が必要であるとする懐疑的見方に大きく分かれた。特に、後者の立場からは、その有効性は国際資本移動規制に大きく依存していたこと、また、その後の政府債務累増を不可避的にもたらした可能性があること、などの点が強調された。
- 7) 物価の安定を目指すうえで、金融システムの安定性が重要であるとの認識については、多くの参加者の間で共有された。しかしながら、金融システム危機下における金融政策の役割としては、大量の流動性供給により金利低下を促し、金融市場の不安感を沈静化させるとの役割に限定するべきとの立場と、金融市場参加者の流動性制約が高まる結果として、市場間の裁定が機能しなくなり市場間の分断が生じるという事態に対処すべく、流動性の分配を改善し市場機能回復を促すような公開市場操作を併用すべきとの立場で見解が分かれた。
- 8) 女性、若年層、高齢層の労働供給行動の変化等のわが国労働市場の構造変化と金融政策の関連を巡っては、こうした構造変化をより包括的に把握するため、求職意欲喪失者を包含したより広義の失業統計の重要性が指摘されたが、その金融政策運営上の活用については、今後検討すべき点が多いことも認識された。

各セッションでの議論の概要を要約すると以下のとおりである（提出論文の概要については参考3を参照、文中敬称略）。

2. オープニング・セッション（総裁・海外顧問スピーチ）

（1）速水（日本銀行）開会挨拶

速水は、日本銀行が低インフレ下の金融政策運営の経験について語る時、バブルの問題を避けて通ることはできないとしたうえで、バブルの発生・拡大を巡る金融政策の責任について、景気回復が明確化した1988年夏以降も低金利を比較的長く維持し低金利永続期待を根づかせた点にある、と指摘した。また、こうした経験を繰り返さないための最大の教訓として、経済が抱える潜在的なリスクを把握し、予防的に対応していくことの重要性を強調し、そのために、中央銀行は、中長期的な経済成長を支えるための「持続的な物価安定」を目指していくべきであると述べた。

そのうえで、バブル崩壊期の金融政策の総括を行うのは、現段階では時期尚早であり、今回の国際コンファランスの議論から、この点についてさらに多くを学ぶことを期待するとともに、世界的なディスインフレの背後にある情報技術革新の進行に言及し、生産性向上を背景とした急速なディスインフレのもとでの物価安定と金融政策運営の課題はどのようなものか、という問題は、難問ではあるが希望に満ちた問いでもある、としてスピーチを締め括った。

（2）メルツァー（カーネギー・メロン大学）顧問基調講演

次に、メルツァーは、1990年代の日本経済について、1930年代の米国の大恐慌と同様に深刻であるとはいえないが、明らかに低迷している、とし、日本経済の不振の代替的な説明について統計的手法を用いながら比較検討した結果を説明した。

そして、その結論として、1990年代はじめの日本の景気後退は、例えば銀行の貸し渋りによる投資低迷は主要な要因ではなく（脆弱な金融システムはリスクなものも含め貸出を伸ばす方に働くはず）、この時期の景気後退はマネーの伸び率低下に起因しているとした。また、最近時点の景気不振は実質輸出の減少に起因している、と論じ、名目為替レートを十分に減価させなかったことが、デフレを招くとともに、輸出への需要減退に対する調整コストを大きくした、と述べた。

こうした分析から得られる金融政策上のインプリケーションとして、日本銀行がデフレを終結させるためにより緩和的な金融政策を実行すべきことを主張し、こうした政策は円を減価させ、それにより日本にとっても近隣諸国にとっても高い代償をもたらすデフレを終焉させることができることを強調した。

（3）テイラー（スタンフォード大学）顧問基調講演

テイラーは、日本が1990年代に長期にわたる景気低迷を経験したことについて、インフレ率低下自体の影響、マネーサプライの伸び率低下の影響、名目短期

金利の水準、という観点から検討し、低インフレ率そのものが問題であったと考えられるよりも、マネーサプライの伸び率が低下するほどにはインフレ率は大きく低下せず、実質GDPが低下してしまったことが問題であったとし、金利低下の遅れがGDPとインフレ率の低下につながった可能性を指摘した。

こうした分析結果を踏まえた将来への教訓として、中央銀行はインフレ目標を持つべきこと（ただしその数値を対外公表する必要は必ずしもない）、当該目標を達成する政策運営の枠組みを検討する必要があること、を指摘した。

また、ゼロ金利からの離脱がデフレ懸念の払拭によってなされる、という現在の日本銀行の政策も一種の政策ルールといえる、としたうえで、ゼロ金利離脱後の金利決定に関しては、ゼロ金利政策との継続性も満たすかたちで分析的かつ透明なかたちで定量的判断を示すべき、とし、なんらかの政策ルールの採用が望ましいことを示唆してスピーチを締め括った。

3. 報告論文討議セッション

(1) 資産価格変動とデフレの下における金融政策に関する概観

イ．バブル崩壊後の日本の経験

田口（日本銀行）は、「日本におけるバブル崩壊後の調整への政策対応：中間報告」(Policy Responses to the Post-bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review)と題する導入報告論文に沿って、1990年代におけるわが国の資産価格バブル崩壊後の経済動向を整理したうえで、主として金融政策面での対応について、暫定的な評価を試みた。

具体的には、バブル崩壊後の経済環境の特徴として、投資低迷と1990年代後半の消費落込み、銀行貸出の低迷、資産価格の大幅下落を指摘した。そして、金融政策の対応について、緩和の転換タイミングやスピードをマネーサプライの水準、テイラー・ルール、株式のイールド・スプレッド、実質短期金利の4種類の基準に基づき評価してみると、積極的な金融緩和がバブル崩壊の影響をある程度軽減させ、大恐慌時のようなデフレ・スパイラルに陥ることを防いだものの、後知恵で解釈すれば、より大幅かつ早期の金融緩和により、実体経済の変動をより小さくできた可能性は残っていると述べた。また、バブル崩壊後の政策運営の教訓として、金融政策は景気の下支えを通じ、構造調整に要する時間稼ぎはできても、構造問題そのものを解決することはできないため、構造問題に中央銀行が積極的に働きかけていく必要性を強調した。

リッヒ（スイス国立銀行、指定討論者）は、報告論文の分析は、全体的には説得力がある、としたうえで、金融政策面での対応について、同論文が利用した4つの指標について、日本銀行の政策決定における位置付けが不明確であると指摘した。また、ブルーデンス政策面への対応についても、スイスでは速やかな不良債権処理

がその後の1990年代後半の経済回復へつながったとの経験を紹介した。ただし、自国の景気回復過程において「銀行貸出の先行性」がみられなかった点もあわせて指摘し、日本経済停滞の主因がブレード政策の失敗に帰されるかは疑問が残るとした。

また、**コリンズ**（国際通貨基金、指定討論者）も、1990年代における日本経済の展開についての報告論文の評価は、IMF内の分析と極めて似通ったものとし、拡張的な金融政策による景気下支えには限界があるという主張に理解を示す一方、とはいえ、実質金利水準や円高によるデフレ圧力との対比でみると、日本銀行の金融緩和は十分でなかったとして、ゼロ金利下でも長期国債オペや為替介入による緩和の余地が残っていると述べた。そして、日本の経験は、デフレのコストが多であることを示したものであり、デフレに陥るリスクに対するのりしろとして、インフレーション・ターゲティングで採用されるような若干プラスのインフレ率を目標とすべきと述べた。また、ブレード政策面の対応についても、1990年代の長期にわたる日本の不況の主因は、銀行システムの脆弱さであり、早い段階で不良債権問題の処理を進めるべきであったとして、先送り政策にも一定の役割があった可能性があるとしている点については、賛同できないと述べた。

こうした指定討論者のコメントに対し、**白塚**（日本銀行）は、1990年代においては、銀行部門の不良債権問題を解決しない限り、より早期の大幅な金融緩和がどの程度効果的であったかは不透明であるとの意見を表明した。また、統計上のインフレ目標値を達成するよう運営されるインフレーション・ターゲティングが、1990年代の日本経済のパフォーマンスをより良好なものとしたとは考えにくいと応答した。

一般討議において、**メレディス**（香港金融庁）が、漸進的な緩和で対応するのではなく、より早期かつ積極的な緩和を実施すべきであったこと、**スベンソン**（ストックホルム大学）が、政策運営の妥当性を評価するためには、日本銀行のインフレ予測値について検証する必要がある、それには予測値の公表が行われるべきであること、を主張した。一方、**ガスパール**（欧州中央銀行）は、日本の経験は、リアル・タイムで均衡実質金利や潜在成長率を計測することが非常に難しいことを示しているとコメントした。

こうした中、為替政策を巡る議論について、**ホワイト**（国際決済銀行）は、1990年代の日本では金融緩和策が十分ではなく、結果として実質為替レートが増価し、デフレ圧力につながったと述べた。また、**メルツァー**は、国内の構造的な貯蓄投資の不均衡に起因する経常収支不均衡の問題を、名目為替レートの調整によって是正しようとする政策は誤りであり、こうした誤ちは1985～87年の局面のみならず、1997～98年のアジア危機の局面等でも繰り返されているのではないかと懸念を示した。

これに対し、**山口**（日本銀行）は、日本銀行は直接に為替レートを目標としてはいないが、為替レート変動が国内経済活動に対する重大な不安定化要因となっていると判断される場合には、その影響を相殺するよう政策対応を行っており、決して為替レート変動の影響を無視してきたわけではないとした。また、**貝塚**（中央大

学・日本銀行金融研究所特別顧問)は、1980年代末期から1990年代初期にかけて、大蔵省は日米間の貿易摩擦を緩和するため、円の対ドルレートを高い水準にとどめようとしており、日本銀行の金融政策もこれに制約された可能性がある、と述べた。

この間、プルーデンス政策面での政策対応を巡っては、**カーギル**(ネバダ大学)は、不良債権問題処理を錯綜させた重要な要因は、問題が顕在化した場合には当局が全ての関係者を救済すると国民が信じていた点にあると指摘した。不良債権処理などの構造政策を巡る中央銀行の役割については、**コリンズ**、**カーギル**は、中央銀行にできることには限界があるため、専らマクロ経済問題への対処に集中すべきであると主張した。

このほか、**山口**は、メルツァーが基調講演において注目した投資率について、日本の1980年代末期における高水準の投資はそもそも持続可能なものではなかったとして、1990年代入り後のストック調整は中長期的視点からも自然なことではないか、また、銀行部門の資本が減少すると、銀行経営者はモラル・ハザードを起こして、過剰なリスク・テイクに向かうはずであるとする基調講演におけるメルツァーの指摘に対しても、現実の日本の経験はこれに反し、1990年代において、銀行経営者はリスク・テイキングに対して極めて慎重になったと指摘した。**メルツァー**は、民間設備投資の動向の重要性につき概ね同意を示しつつも、日米間の構造的なマクロ的投資貯蓄不均衡が存在する結果、経常収支の不均衡が起きやすく意図的か偶発的かは別として円高政策がとられやすいとの問題を指摘し、現状では、むしろ円安により日本の内需拡大を図ることが、交易条件悪化を上回る所得効果を生み出しアジア諸国に対する輸入需要を拡大させるとともに、幾分長い期間を要するものの、米国の経常収支赤字の秩序ある解決につながるであろう、と述べた。

ロ・デフレの歴史的経験からの教訓

カーギルは、「金融政策、デフレと経済史：日本銀行への教訓」(Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan)と題する報告論文に基づき、以下のような報告を行った。

まず、1990年代における日本経済の状況は、金融システム危機、物価下落傾向、中央銀行の政策対応が論議の重要な対象となったことなどの点に着目すると、定量的差違はあるものの1930年代の世界大恐慌期の米国が直面した問題と、日本が直面した問題は性質が類似していると主張した。そのうえで、当時の米国金融政策の失敗の教訓として、デフレ防止はインフレ防止と同程度の重要性があること、

中央銀行の独立性がむしろ適切な政策行動の制約要因になり得ること、中央銀行はデフレを克服する能力があること、日本銀行がインフレーション・ターゲティングの導入など一段の制度的見直しを行うことで金融政策の有効性を高め得ること、を述べた。

ブリックス(リクスバンク、指定討論者)は、1930年代の米国と1990年代の日本とでは、物価・マネーサプライ動向や財政状況の相違も無視できないと述べたうえで、海外諸国がデフレに直面していない点では、現在の日本は1930年代のスウェー

デンよりこうした政策を導入しやすい状況にあるとしたほか、インフレーション・ターゲティングにおけるシグナリング・チャンネルの重要性を強調した。他方、**福田**（東京大学、指定討論者）は、1930年代前半における日本の高橋財政をデフレ克服の成功事例とするカーギルの評価について、1930年代後半の財政規律喪失と高インフレ局面まで視野に入れて考える必要があるとした。また、中央銀行の独立性とインフレ・パフォーマンスの関連については、1980年代後半の日本の経験にかんがみると、消費者物価動向のみに基づく独立性の評価はやや短絡的、と述べた。

カーギルは、福田のコメントに応じるかたちで、中央銀行の独立性のメリットについて、中央銀行の独立性と低インフレとの関係について、先行研究では、過度の単純化により独立性に対する評価が強調され過ぎていると主張した。これに対し、**スベンソン**は、明確な使命、政策手段の独立性（instrument independence）アカウントビリティが伴っていること、という条件が満たされる限り、中央銀行には強い独立性が付与されることが望ましい、と反論した。

コーン（米国連邦準備制度理事会）は、日本が直面しているようなデフレ的状况（そこでは経済成長率は潜在成長率以下にとどまっている）のもとで目標インフレ率を達成するには、結局、量的緩和を実施する以外にない、としてインフレーション・ターゲティングが量的緩和策に比して追加的なメリットを有するとの意見に疑問を呈した。これに対し、**スベンソン**は、デフレ克服のための量的緩和策によって経済が制御不可能な状況に陥るのを阻止するうえでの「アンカー付き緩和」の重要性を強調し、インフレーション・ターゲティングはその役割を果たすと反論し、**ホワイト**もこれに賛意を示した。また、**マックレム**（カナダ銀行）が、インフレ目標を明示することで目標達成のために日本銀行ができることを全て行うという強いメッセージを発することができる、と、**ブロードス**（リッチモンド連邦準備銀行）、**ビービー**（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、アカウントビリティと信認の向上というメリットを強調した。

他方、**カークパトリック**（経済協力開発機構）は、インフレーション・ターゲティングの実務的問題として、経済データに対する信認が低下している状況では、インフレ予測を正確に行うことは難しいと指摘した。これに対し、**スベンソン**は、インフレ予測の難しさを認めつつも、中央銀行が予測に基づいてフォワード・ルッキングな金融政策を運営していく以外にはないと述べた。

さらに、中央銀行と財政当局の関係について、**グッドフレンド**（リッチモンド連邦準備銀行）は、両者の望ましい関係は経済環境によって変化し得るだけでなく、中央銀行にとって「権限なき責任（responsibility without authority）」の問題を作り出すと述べ、これは、中央銀行が自らに権限を有しない問題について責任を負っている場合には、積極的な役割を担うのが容易でないという問題である、とした。また、**グッドフレンド**、**スベンソン**は、資本移動が自由なもとでは金融政策と為替政策を切り離すことは難しいため、政府と中央銀行が行うおのこの政策決定の整合性を保ちうるようアレンジしておく必要性を指摘した。

こうした議論を受けて、**白川**（日本銀行）は、システミック・リスクを阻止する

ために行われてきた、最後の貸し手としての役割を含む日本銀行の近年の政策運営を振り返り、グッドフレンドの見解に共感を示した。特に、構造政策 とりわけ不良債権問題への対応 が適時適切なかたちで実行されていればおそらく必要なかった政策を日本銀行が行わざるを得なかったことは、「権限なき責任」の一種であったと主張した。

(2) 波及メカニズムと構造的な硬直性

イ．金融システムの安定性とデフレ

グッドフレンドは、「金融の安定、デフレと金融政策」(Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy)との報告論文に基づいて、金融の安定性の諸側面、金融政策と資産価格変動、デフレと不況、について論じた。

グッドフレンドは、株価は金利政策を必ずしも正しい方向に誘導するとは限らないこと、ブーム(バブル)とその破裂を引き起こす要因として、低インフレへの信認を築き上げてきた中央銀行は、それがあがるために逆に景気拡大期において予防的な措置をとるのが遅れがちになる問題(「信認の罨」)があることを指摘し、テイラー・ルールに代表されるようなベンチマークとなる政策ルール的重要性を強調した。一方、名目金利がゼロに到達した状況のもとでは金融政策の機動性は損なわれるものの、その場合でも財政政策に頼ることには危険性があることを主張した。そのうえで、ゼロ金利の制約のもとでも、デフレや不況への連鎖圧力を中央銀行が政策的に打ち切るために可能な政策オプションとして、アグレッシブな長期国債オペ、名目金利が負になるよう銀行の準備預金や現金に保有税を課すような制度を導入すること、などの施策があり得ると述べた。

こうした報告に対して、**ホワイト**(指定討論者)は、政策判断のベンチマークとしてのテイラー・ルールの役割については、資産価格や貸出といった金融の安定性と密接に関係のある指標を反映していない、との問題点を指摘したが、グッドフレンドの指摘した「信認の罨」の可能性については、低インフレが予防的な政策対応を遅らせ、過度な楽観主義を醸成するリスクを念頭におく必要がある、としてグッドフレンドの見解を支持した。さらに、**ホワイト**は、デフレ時の伝統的なマクロ政策は財政政策であり、その有効性も実施方法の工夫により高めることができることを強調し、デフレに対する金融政策面での対応を前面に出すグッドフレンドの議論に異議を唱えた。

他方、**植田**(日本銀行、指定討論者)は、まず、過去数年間の日本の経験を振り返り、この間の金融政策については、金融の安定性への配慮なしには語るができないとしたうえで、近年の政策効果について、CPオペ等による個別市場への流動性供給、ゼロ金利による景気回復効果、の2点を強調した。さらに、長期国債の大規模な買切りオペについて、将来の短期金利への過度のコミットメントにつながりかねないこと、将来の金融引締め時におけるキャピタル・ロス発生により中央銀行のバランスシートの健全性を損なうリスクがあること、を指摘し、こう

した政策オプションは受容できないと主張した。

一般討議においては、政策判断ベンチマークを巡るグッドフレンドの提言に対して、**藤木**（日本銀行）が、テイラー・ルールを含む多くの政策ルールでは、資産価格や銀行貸出など金融システムの安定性を反映した経済変数の動き、あるいは技術革新の影響といったものを適切に反映できていない、との問題点を指摘した。これに対し、**デール**（英蘭銀行）は、資産価格変動についてもインフレ予想に大きく左右されており、この部分に関しては、テイラー・ルールでも織り込むことが可能であるため、資産価格の問題はそれほど深刻ではないと感じている、と述べた。

このほか、グッドフレンドの指摘した信認の畏の可能性について、**テイラー**も低インフレが予防的な政策対応を遅らせ、過度な楽観主義を醸成するリスクを念頭におく必要性について賛意を表明した。しかしながら、**デール**はインフレ懸念は金融市場データにも織り込まれるはずであるのでやや誇張されているのではないかとした。また、**ブリックス**は、例えば、インフレーション・レポート等を通じて、インフレ予測を公表することにより、中央銀行の予測を他の予測と比較することが可能になると指摘し、インフレーション・レポートは（インフレ予測を前提に）インフレ目標がどのように達成されるかを説明する場としても有用であると述べた。また、**メルツァー**はマネーサプライの成長率こそが警戒警報であることを強調した。

この間、ゼロ金利を超えた追加的緩和策について、**リッヒ**、**ガスパール**等から、ベースマネーに対する保有税の導入によりマイナス金利の実現を図るというグッドフレンドの提案のフィージビリティに対して、否定的な意見が表明された。また、長期国債の大規模オペについて、**藤木**は長期国債オペの理論的有效性を認めつつも、実務的には政策パッケージの全体像を明確にする必要があること、とりわけ、多大な政府債務を抱え国民の間で懸念がすでに広がっている日本の状況にかんがみ、長期的にみた財政の健全性確保に関する財政当局のコミットメントが重要であることを指摘した。**ホワイト**も、大規模な国債オペの有用性を認めつつも、こうした大規模オペがもたらし得る中央銀行の独立性や将来のインフレ等への悪影響を未然に防ぐ制度的枠組みを整備しておくことが重要であるとした。他方、**リッヒ**は、ゼロ金利のもとでは為替レートを通じた波及経路こそが重要であると主張した。

なお、**ホワイト**は、デフレからの脱出の方策として新産業における規制緩和を主張したが、**テイラー**は企業のリストラが恩恵をもたらすかどうかは経済全体の体力に依存すること、**スティーブンス**（オーストラリア準備銀行）は、総需要の増大が規制緩和の成功に不可欠であることを指摘した。

ロ．労働市場の構造的問題

橘木（京都大学）は、「日本の労働市場における構造的問題：多様性・公平性・効率性の時代かそれとも二極分化の時代か？」（Structural Issues in the Japanese Labor Market: An Era of Variety, Equity and Efficiency or An Era of Bipolarization?）と題する報告論文に沿って、近年のわが国労働市場における構造変化の特徴、およびそのマクロ経済政策運営上の含意について、以下のような報告を行った。

まず、近年のわが国労働市場の構造変化として、周辺労働力層（女性、若年層、高齢層）の労働供給行動の変化が重要であると指摘し、こうした階層の求職意欲喪失者を含むベースでの広義失業率に注目していく必要性を指摘した。そのうえで、こうした労働市場の構造変化に関して、労働市場に関する規制の緩和、雇用機会創出、職業訓練の促進、雇用保険の拡充、ワークシェアリング、公的年金制度の改革、企業年金制度改革が重要であると述べた。

これに対し、**ハルトマイヤー**（米国連邦準備制度理事会、指定討論者）が、求職意欲喪失者を含む失業率のうちどの程度が構造的な要因であり、どの程度が景気循環によるものであるかを明らかにする必要性を強調し、そのうえで、均衡失業率を計測する必要があると述べたほか、広義失業率を使うとフィリップス曲線がフラット化するとの論文の主張が金融政策に与える影響の違いに関して疑問を呈した。また、労働市場の構造変化に対する政府の役割について、公的年金の改正は重要な論点であるが、情報技術進歩のもとで政府による職業訓練の効果は限定的ではないかとの懐疑的な見方を披瀝した。

次に、**カークパトリック**（指定討論者）は、賃金の伸縮性を巡る議論として、日本の名目賃金の動きをみる限り、ボーナス等の変動を受けて非常に伸縮的に動いており、こうした賃金の伸縮性によって、景気後退局面では、賃金カットによって収益が改善し、それが設備投資の回復をもたらすといった調整を可能とし、賃金の伸縮性が景気のアンカーとして働いているとの見解を示した。さらに、金融政策との関連については、広義失業率を使えばより精度の高いインフレ予測が可能になるとの見方に疑問を呈し、幅広くNAIRUの計測を行う必要性を主張した。

こうした指定討論者のコメントに対して、**橋本**は、求職意欲喪失者を含むベースでの失業率の問題に関して、景気循環要因と構造要因による部分を分けて計測する必要があることに同意した。また、**藤木**、**中田**（日本銀行）とも、労働市場と金融政策との関連に関する研究は未だ緒についたばかりであり、自然失業率やNAIRUの計測は今後の課題としたい旨発言した。

こうした点と関連して、**コリンズ**は、金融政策運営上、労働保蔵がどの程度生じているかを把握する必要性を指摘した。また、**福田**は、かつての日本の失業率は変動が小さく、景気循環との関係が希薄であったが、1990年代以降、失業率の変動は大きくなっており、循環的な労働市場の需給バランスの繁閑度合いが反映されるようになってきているのではないかと指摘した。このほか、**テイラー**は名目賃金の伸縮性と春闘の関係について質問したが、これに対して**橋本**は、賃金の伸縮性と春闘は関連が深いものの、春闘の役割は徐々に後退していると回答した。

この間、労働市場の構造変化に対する政府の役割について、**ヒルガース**（ベルギー国立銀行）は、巨額の財政赤字のもとでの政府による職業訓練等の余地について疑問を呈したが、**藤木**は、財政支出をより有効に用いるための改革こそが重要であり、その1つの手段として職業訓練への支出は有用ではないかと述べた。また、**スワンク**（オランダ銀行）は、オランダでの経験を基に、ワークシェアリングは高失業率には有効であるが、景気回復後、労働市場がタイト化した場合には、短縮化された

労働時間を元に戻すことは困難であり、賃金の上昇をもたらすといった副次的な問題があり、労働市場の柔軟性を確保するような構造改革をあわせて推進する必要があることに注意を喚起した。

(3) 期待形成と金融政策

イ．期待形成とマクロ経済分析の整合性

ハンセン（シカゴ大学）は、「マクロ経済学に頑健性を」（Wanting Robustness in Macroeconomics）と題する報告論文に基づいて、以下のような報告を行った²。

すなわち、**ハンセン**は、主観的確率理論に基づく動学的期待効用最大化モデルは、経済モデル固有の内部矛盾を排除するとともに、実証分析やシミュレーションにより政策含意を引き出すことを可能にするなど、多大な貢献があったこと、しかしながら、その対価として、分析者たちは、各政策オプションの評価に使われるモデルは、実際の経済の近似に過ぎないという、いわゆる「誤った定式化（misspecification）」の問題に直面せざるを得なくなったこと、を指摘した。そのうえで、モデル間の妥当性を巡るテスト方法として、最近の最適制御理論に依拠しつつ、政策立案に用いることが可能なさまざまな種類の動学的モデルの定式化を「頑健さ（robustness）」の観点からカリブレーションにより分析する方法を紹介した。また、こうした理論的考察からの含意として、予防的な政策運営のためには、観察される情報変数に対して積極的に反応すべきとした。

こうした報告に対し、**林**（東京大学、指定討論者）は、モデルの誤った定式化の問題について、いわゆるルーカス批判や学習効果の問題を考慮する必要性を強調した。また、現実の金融政策当局の意思決定の枠組みと最適制御理論との関係について、ハンセンの提示した複数の代替的なモデルの定式化のうち、日本銀行をはじめとする金融政策当局のように合議制により決定が下されるような組織では、実はサベッジ（Savage）タイプの主観的確率を用いて期待効用を最大化するモデルの方がフレームワークとして適切ではないかとの問題提起を行った。

また、**マックレム**（指定討論者）は、純粹に理論的な立場からみれば、頑健な最適制御問題は実は乗法型のパラメータに関して不確実性を持つ伝統的な制御問題と共通点を持つと指摘した。また、モデルの誤った定式化の問題への対応という観点からは、カナダ銀行では1つのモデルに頼ることなく、さまざまな方法で経済の状況を把握し、政策立案の材料としていると述べたほか、経済環境と政策判断の関係について、中央銀行が危機的状況に対して、金融政策手段を通常よりも積極的かつ弾力的に動かしたエピソード（1987年の株式市場価格暴落、1997年のアジア通貨危

2 本稿は、2000年7月のコンファランス開催時に提出されたハンセン・サージェント両教授の草稿をもとにしており、今後刊行予定の当コンファランス議事録（英文）に掲載を予定している両教授による論文と同一ではない。なお、コンファランスに提出された原論文は、サージェント教授のホームページに掲載されている（<http://www.stanford.edu/~sargent/>）。

機等)に言及し、局面によっては頑健な最適制御問題に近いところで金融政策は運営されている可能性を指摘した。そのうえで、より具体的な政策判断に引き付けた議論として、**マックレム**は、コンファランス冒頭の速水総裁のスピーチにおいて強調されたいわゆる「予防的」な金融政策のあり方についても、同様の観点から理解し得ると述べた。

こうした指定討論者からのコメントを受けて、**ハンセン**は、マックレムが述べた金融政策は危機的状况にも対応しなくてはならない、との点について、論文内では明示的には取り扱っていないものの、外生的なショックとして、急激な変化を伴うジャンプ過程タイプのもとの標準的なブラウン過程のものを想定しており、前者は危機的状况を、後者は通常的状况を記述することが可能であると応じた。

一般討論において、**グッドフレンド**は、ハンセンのモデルは普遍性の高い、いわば工学系モデルであり、実際の経済政策に応用するためには、経済状況の局面局面を正しく把握する必要があるとした。**ガスパール**は、個人の意思決定の問題と複数の政策決定者が合同で意思決定を行う場合の相違を指摘し、政策決定会合における政策決定プロセスの分析の重要性を説いた。**デール**は、頑健性を追求する際に金融政策当局が直面せざるを得ない、さまざまなモデルの比較検証の困難さを指摘した。

この間、**藤木**は、ハンセン論文で示されている中央銀行にとっての資産価格情報の有用性について賛意を示したうえで、主観的割引率の変化と頑健さが識別できるとの主張の前提となる資産価格モデルは何か、また、頑健さと恒常所得仮説のいずれによって、近年の日本の消費低迷を説明できるのか、と質問した。後者の質問に対して、**ハンセン**は、頑健さの有用性を明らかにするうえで、金融政策当局が資産価格、とりわけ株式価格決定モデルの推計により得られる情報を積極的に活用していくことの重要性を強調した。

また、**福田**は、ハンセンのモデルのもとで、資産価格の複数の均衡解が存在し得るのではないかと質問し、ハンセンはこの指摘に同意した。また、**スベンソン**は、ハンセンが提示した最適制御問題の頑健性については、より初歩的な議論が、既に30年以上前にブルンナー・メルツァーによってなされていると指摘した。

このほか、**メレディス**は、ハンセンのモデルに則したかたちで現在の日本がとるべき金融政策への含意を考える際には、金融政策手段を弾力的に動かすことによって成功を収めてきた近年の米国金融政策の経験が大きなヒントになるとの見解を述べた。

ロ．金融危機と金融政策

齊藤(大阪大学)は、「裁定の失敗としての金融危機と金融政策：『ジャパン・プレミアム』現象からの論証」(Financial Crises as the Failure of Arbitrage and Monetary Policy: Evidence from the 'Japan Premium' Phenomenon)と題する報告論文に沿って、ジャパン・プレミアムに象徴される1997～98年の金融危機を金融市場間における裁定の失敗と捉え、こうした見方に基づいて金融危機下における中央銀行の公開市場操作のあり方について報告を行った。

まず、ジャパン・プレミアムについての解釈に関し、齊藤は、金融市場参加者が厳しい流動性制約に見舞われると金融市場間における裁定が機能しなくなる、との理論的な帰結をサーベイするとともに、オフショア金融市場のデータを使って、こうした理論的な帰結が、為替オプション平価関係の崩壊、将来金利の予測力の低下、ビッド・アスク・スプレッドの拡大、といったかたちで観察されていることを指摘した。さらに、金融危機に対して中央銀行がとるべき行動に関して、市場間裁定機能の低下による市場の分断は、金融政策の伝達メカニズムに対する大きな障害となることから、こうした市場の分断が顕著となるような金融危機時には、中央銀行が複数の金融市場に介入し、市場間の裁定機能の回復に寄与することが重要であり、1997～98年に日本銀行が行った両建てオペは、こうした市場間裁定機能の回復を促すための方策として解釈可能であると主張した。

こうした報告に対して、カミング(ニューヨーク連邦準備銀行、指定討論者)は、ジャパン・プレミアムは市場機能の低下を示す間接的な指標に過ぎず、1998年夏以降のロシア危機の影響や、邦銀に対する公的資本注入、早期是正措置導入といった制度的な要因の影響についても検討を加える必要があると述べた。また、金融危機を事前に回避するため中央銀行と監督官庁が適切な連携をすることが重要だとしたうえで、市場が複雑化する中で市場メカニズムを活用することの重要性を強調した。

さらに、イング(ニュージーランド準備銀行、指定討論者)は、ジャパン・プレミアムが、資金供給サイドのリスク回避度の高まりによっても発生し得ると指摘し、ジャパン・プレミアムの背後にある需要・供給両者の要因を識別することが重要であると主張した。また、金融危機に対して中央銀行がとるべき行動に関して、裁定の失敗に至るメカニズムの解明なしには、中央銀行が流動性を供給したり市場に介入したりすることで裁定の失敗を回避できるとは結論できない、と指摘した。

こうした指定論者のコメントに対して、齊藤は、まず、イングが指摘した、ジャパン・プレミアムの拡大の背景にある需要サイド・供給サイドの要因を識別する必要があるとのコメントについて、利用可能な価格データのみから両者を識別することは難しいが、ストレス下の資産価格形成に関するこれまでの文献は、こうしたスプレッドの拡大を流動性制約の高まりの帰結であると解釈する見方を支持するものであると応答した。また、短期国債や財務省証券といった満期の短いリスク・フリーの金融資産への投資機会は限られているため、外銀による裁定の余地が少なかったと述べた。また、白塚は、カミングのコメントに依って、ロシア危機の影響は、邦銀以外の金融機関における金利予測力の低下として顕現化しているほか、公的資金注入についても2つの金融危機の間に実行された1998年3月注入分は実効性が乏しかったという理解が一般的であると補足した。

一般討議において、ホワイトはLTCM危機時の事例を引用し、カウンターパーティ・リスクと流動性リスクの峻別の難しさに触れ、ジャパン・プレミアムの原因究明にも同様の問題が存在することを指摘した。

また、コーンは、流動性の低下などにより金融危機が発生した場合は、短期金利低下により流動性危機を緩和する対応が好ましく、日本銀行が行ったような両建て

オベは極めて例外的な場合に限定すべきであるとした。**ホワイト**は、金融政策が金融市場および実体経済全体に与える影響は状況によって変化するものであり、金融危機に対しては機械的に金融緩和政策を発動すべきでないとし、例えば、根源的な問題が信用の膨張である場合、流動性の供給は、問題をさらに悪化させる可能性もあると指摘した。また、**林**は、市場間の裁定が働かない状況では、中央銀行が両建てオペを行っても裁定の失敗を解消することはできないのではないかと、疑問を呈した。

こうした議論に対して、**齊藤**は、市場が分断された状況では、公開市場操作の有効性は低下するため、中央銀行による介入は正当化されることを再度強調した。また、**久田**(日本銀行金融研究所)は、1998年秋には両建てオペの実施と同時に翌日物コール・レートの誘導目標が引き下げられていることを指摘した。

(4) 低インフレ・低金利の金融政策運営上の含意

イ．開放経済下における名目金利非負制約

スペンソンは、「開放経済下における名目金利の非負制約：流動性の罠を脱出する確実な方法」(The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap)と題する報告論文に基づき、無制限な自国通貨の売り介入により、名目為替レートを均衡(steady state)水準に比べて一時的に減価させると同時に、物価水準ターゲティングを宣言することで、インフレ期待の上昇を安定的にコントロールすることが可能となり、実質金利の低下と外需の拡大によって、流動性の罠から確実に脱出することが可能となる、との報告を行った。

スペンソンは、ここでの結論は標準的(conventional、uncontroversial)なモデルから得られたロバスタなものであること、インフレ期待を高めるための極めて具体的な提案であること、定量的に不確実なポートフォリオ・リバランス効果に依存していないこと、を強調した。さらに、日本銀行の金融政策について、効果が確実なものしか実行できないとする頑な態度を改め、国民の厚生を向上させるためにリーダーシップを発揮するという観点から柔軟に政策運営に臨むべきであると力説した。

これに対し、指定討論者から、報告論文の政策波及メカニズムや現実妥当性について、以下のような疑問が呈された。まず、**スティーブンス**(指定討論者)は、調整速度が緩やかな実質為替レートにインフレ期待を高める役割を求めることは不確実性が大きい、「大国」である日本が、大幅な円安の合意を貿易相手国から容易に取り付けるのは難しい、日本の貿易依存度はあまり高くないため、円安によっては日本国内のデフレ期待を払拭できない可能性がある、といった点を指摘した。そのうえで、流動性の罠への対処は、為替政策でなく、国内の財政政策と金融政策の協調に答えが求められる可能性が高いと主張した。こうした疑問点を踏まえ、**スティーブンス**は、本提案は、金融政策の波及経路としての為替レート・チャネルが流動性の罠のもとでも機能し得ることを再認識させる意義を有しているが、流動性

の罫を脱出するための確実な方法(a foolproof way)を提供するとまではいいがたい、と述べた。また、**スワンク**(指定討論者)は、為替レートを減価させる際に、アンカバー金利裁定式が成立するため、短期実質金利が急上昇するが、この間に長期実質金利に影響が及ばないと考えるのは不自然であり、結局のところ、本提案の有効性は為替レート・チャンネルと金利チャンネルのどちらの作用が強力かとの問題に帰着するのではないかと、名目為替レートのペッグを行うと、他の外生的ショックが生じた場合の政策的対応において柔軟性が失われるのではないかと、貿易相手国に不利な条件を提供することとなる日本の為替レートの減価は、どのような工夫を行えば現実に実施できるのか、といった疑問点を挙げた。

こうした指定討論者のコメントに対し、**スベンソン**は、流動性の罫から脱出する「確実な方法」を導くことを目標としているため、モデルが極めて標準的で議論の余地のない経済変数間の関係のみに基づいて構築されていることを再度強調した。そのうえで、円の為替レートを均衡水準より明らかに低いレベルにもっていくことが重要なのであって、為替レートを初期段階にどれだけ減価させればよいのかを正確に知ることはさほど重要でないとした。また、世界経済の安定的な成長のために日本の総需要回復が重要であることを考えれば、貿易相手国から円切下げに合意を取り付けることは難しくないはずと応答した。さらに、名目為替レートを固定することに対する信認は、為替レートの固定が技術的に可能であるとの前提に立てば、一週間程度あれば容易に確立されるとした。そして、デフレの慣性を考慮すれば、デフレからインフレに転化させることは幾分時間がかかるであろうが、それでも1年程度で達成可能であろうとの見通しを示した。

一般討議において、まず、円切下げの現実性について、**コーン**は、本提案は少なくとも初期の段階では近隣窮乏化的な効果が生ずる点には留意が必要としたうえで、2年前の東アジア危機の際には不可能であった一方、現状ではより受け容れられやすいかもしれないとした。また、**ホワイト**も、政策当局間の協力の可能性に言及し、米国経済の総需要が維持不可能なほどタイトな状況にあり、ユーロの対円レートが過度に弱いとみられている今こそ、本提案を実行に移す絶好の機会ではないかと指摘した。

一方、**白川**は、日本のような「大国」がこうした政策をとることは、景気刺激目的での為替切下げを禁止しているIMFとの関係が問題になり得るとしたほか、プラザ合意やルール合意の経験から、長期的な問題で国際政策協調を行うことは難しいとの見解を披瀝した。また、**ガスパール**は、為替レートの切下げ競争を「正当ではない」とする考えから生み出された現在の制度的制約を軽視すべきではないとコメントした。

これに対し、**コリンズ**は、白川のコメントに反論するかたちで、IMFが名目為替レートの切下げを禁止しているのは、世界経済の健全な発展を妨げる近隣窮乏化政策を防止することが趣旨であり、最近の日本を巡って行われている議論とは明らかに性質が異なると主張した。また、**メルツァー**は、本提案が、均衡水準よりも増価した実質為替レートをデフレのコストを伴わずに速かに調整する、というもう一つ

の重要なインプリケーションを有していると指摘し、そのための政策を早く実行すべきとする本提案に賛意を示したほか、こうした調整に伴う名目為替レートの減価は近隣窮乏化政策には当たらないと主張した。

このほか、為替レート・ペッグに対する信認について、**コーン**は、本提案の効果が、貿易相手国のインフレ率の状況にも依存すること、日本が無制限な自国通貨の売り介入を行ったとしても、貿易相手国も金融緩和措置をとる可能性が高いため、名目為替レートのペッグが容易に信認されるとは限らないこと、に注意を喚起した。これに関連して**久田**も、大幅な円安誘導は政治的に難しい反面、貿易依存度がそれほど大きくなく「小国」でない日本においては、小幅の減価では調整が遅々として進まず、政策として意味のある名目為替レートの目標値を定めるのは実務的には容易ではないと指摘した。また、**デール**は、介入によって中央銀行のバランスシートが膨張する問題を指摘したが、**スベンソン**は、中央銀行の無制限介入が信認を獲得すれば、実際には無制限に介入を行わなくとも名目為替レートを固定できるはずであり、中央銀行のバランスシートも大きく膨張することはないと反論した。

次に、為替レート・チャネルの効果について、**藤木**は、為替レート水準に関する国際協調を成立させるためには、複数国モデルを用いて、相手国にとっても経済厚生改善の改善効果があることを示す必要があるとした。また、**テイラー**も、本提案を評価するには複数国モデルでのシミュレーションを行うことが有益であると指摘したうえで、自身の推計に基づけば、総需要の為替レート弾性値は小さく、為替レート・チャネルに過度な期待を寄せることは適切でないと述べた。

また、**リッヒ**は、スイスが一時的に名目為替レートをペッグしたときの経験をもとに、恒久的にペッグすることにコミットしない限りは、期待形成に影響を与えることはできないと指摘し、また、外需を中心とした景気浮揚に期待するこうした施策は国内の産業構造にも少なからぬ影響を与えることに注意を喚起した。また、**グッドフレンド**、**フィスター**(フランス銀行)は、インフレの不確実性の増大がリスク・プレミアムを上昇させ、これがアンカバー金利裁定を通じて実質金利を上昇させる可能性もあることを指摘したが、**スベンソン**は、自らのモデルでは、期待インフレの上昇に伴い長期実質金利が下落することを改めて強調し、結局この論点に関する合意は得られなかった。なお、**スベンソン**は、自身の提案は同時に別の対処策をも講じることを排除するものではなく、特に、金融システム危機については、これに対処するための別の政策手段がとられるべきであると強調した。

さらに、**マックレム**は、「アンカー付き緩和」という考え方は、流動性の罫への対処に関する従来の議論を統合した魅力的な内容である、と一定の評価を与えつつも、その結論は期待インフレ率を含むさまざまな期待変数の動きに余りにも強く依存しており、必ずしもロバストなものとはいえないとした。また、**グッドフレンド**は、本提案が、流動性の罫というマネタリーな問題に対して名目為替レートの減価というマネタリーな解決策を提示している点を評価しつつも、インフレ期待操作のリスク、政府と中央銀行の協調の困難さ、通貨切下げによる交易条件の悪化について国民的合意を形成することの難しさ、といった点を指摘した。このほか、**藤木**

は、外生的ショックが生じた場合、名目為替レートと物価水準のいずれのパスを見直すのか、予め明示しておく必要がある点に注意を喚起した。また、久田は、物価水準ターゲットには、情報通信技術の進歩による生産性上昇といった供給ショックへの対応が難しいとの問題点があると指摘した。

最後に、植田は、日本銀行の金融政策運営について、効果が確実でないかぎり実行しないとするスペンソンの理解は誤りであると述べたうえで、グッドフレンドが指摘したように、どのような政策にもその時点の経済状態に依存するコストとベネフィットがあり、そうした制約のもとで適当な政策手段を選択していく必要性に言及し、現在の日本銀行はあらゆるコストを考慮しながら名目金利をゼロに維持するという判断を下していることを強調した。

ロ．ゼロ金利のもとでの追加的緩和策

小田（日本銀行）は、「名目金利の非負制約下における追加的金融緩和策：日本の経験を踏まえた論点整理」(Further Monetary Easing Policies under Non-negativity Constraints of Nominal Interest Rates: Summary of the Discussion Based on Japan's Experience) と題する報告論文に沿って、まず、1999年2月における日本銀行のゼロ金利政策導入以降の政策運営と効果を説明し、次に、名目金利の非負制約に直面したもとでの追加的金融緩和策として、アナウンスメント内容の具体性を高める、

長期国債オペ、固定為替レート制度の一時的導入、といった政策オプションを取り上げ、その政策効果とコスト・リスクとの比較について報告した。これらの政策オプションのうち、は低リスクであるが効果は限定的である一方、およびは大きかりに実施すれば比較的大きな効果が得られる可能性がある一方で、効果に不確実性が大きいうえ、コストないしリスクも大きい可能性が高いことを強調した。

これに対し、ピービ(指定討論者)は、報告論文の取り上げている多くの論点に共感を感じずとしたうえで、しかしながら、日本経済は成長率や物価動向でみて、必ずしも顕著な改善傾向を続けているわけではなく、長期的にも企業のリストラクチャリングと雇用不安、年金財政の悪化、財政赤字問題等のマイナス要因が存在することを指摘し、こうした状況においては、追加的緩和政策のリスクやこれに伴うコストよりも、むしろ経済状況の悪化をもたらす社会的コストを重視すべきであると主張した。また、日本銀行のゼロ金利政策については、インフレ率の明示的な目標を示してその達成に向けて強くコミットすることが不確実性を低下させ、リスク・プレミアムの縮小を通じてむしろ長期金利の低下につながるのではないかと主張した。したがって、ゼロ金利の維持、国債買入れオペ、円の一時的な減価からなる政策パッケージを表明し、1~2%のマイルドなインフレのもとでの持続的な経済成長の実現に強くコミットすることにより日本経済の先行き見通しを改善させることができる一方、その社会的コストは小さいと論じた。

また、デール(指定討論者)は、政策目標と政策運営との関係にかかる透明性は、政策当局への信認、政策反応関数の予測可能性(不確実性の低下)およびアカウントビリティを向上させるという3つの点から重要であると指摘したうえで、

インフレーション・ターゲティングを採用している英国の経験に即してみると、インフレーション・ターゲティングは政策目標および経済ショックに対する政策対応にかかる透明性の程度が高い点、政策の枠組みとして優れていると主張した。そして、報告において示された「古典的アプローチ」との比較に関して、インフレーション・ターゲティングが、長期的観点からの物価安定に対するコミットメントという意味で「限定された裁量」ではあり、ショックのタイプに応じてインフレ率を目標に戻すまでの時間の長さを動かすことによって政策対応の柔軟性が妨げられることにはならない点を強調した。また、たとえ中央銀行が信認を確立していても、インフレーション・ターゲティング導入によって、政策反応の予測可能性やアカウンタビリティの向上というメリットは依然として残っていること、インフレーション・ターゲティング導入により信認を特定個人ではなく中央銀行組織そのものに帰属させる(institutionalize)ことが可能になること、といった点を主張した。

こうした議論に対して、翁(日本銀行)は、インフレーション・ターゲティングについては、諸外国の経験に照らして、更に検討を深めていく必要があるとする一方、追加的緩和策に伴うリスクについては理解が十分されていないとして、特に、マネタイゼーションなどの量的緩和策については、日本の1930年代における高橋財政のもとでのマネタイゼーションが、1930年代後半にかけて財政規律の喪失を促し、政府財政赤字の大幅な拡大と高インフレにつながった経験に言及し、仮に、経済状況が急激に悪化する状況に直面した場合には、金融政策の財政政策化を招くマネタイゼーションよりもスペンソンが提案する為替レート減価を通じた経済浮揚政策をむしろ支持する、と述べた。

本報告については、主として、追加的な金融緩和政策に伴うコストやリスクを巡る議論が展開されたが、日本銀行と海外からの参加者との間で評価がかなり分かれた。

すなわち、カークギルは、1930年代における日本の経験は、マネタイゼーションによる量的金融緩和が少なくとも短期的には有効であることを示すものであり、財政規律喪失の悪影響を回避するためには、インフレーション・ターゲティングを導入すればよいと主張した。また、ホワイトは、米国の大恐慌、ドイツのハイパー・インフレ、そして日本のマネタイゼーションと、どの国も過去における政策失敗の経験を引き過ぎる傾向があると指摘し、中央銀行のバランスシートに与える影響を甘受してでも、国民の経済厚生を向上させることを優先するのが、本来的な公共政策の役割であると主張した。そのうえで、日本銀行が試みるべきことは、1930年代における日本の経験の良い部分(量的金融緩和を通じたデフレの回避)だけ切り離して採用するように努めればよいと述べた。

白川は、1930年代にマネタイゼーションが有効であった1つの理由として、資本移動規制の存在を指摘した。また、政策のリスクと効果に対する動学的観点からの評価を巡って、1997年における日本の金融システム危機の局面について、外銀が公的部門と民間銀行の両者にクレジット・ラインを供与していたが、日本銀行のバランスシートに対する懸念が高まれば、外銀からの邦銀に対するクレジット・ライン

が制限される可能性があったと指摘した。そして、これは、長期的な観点に立って政策の時間的整合性を勘案すると、民間部門に代わってリスクをとる公共政策の役割にはある程度の限界があることを示していると述べた。また、翁は、長期的な整合性の視点に立って考えると、カーギルやホワイトの主張するように日本の1930年代におけるマネタイゼーションの経験のうち、政策効果の好ましい部分だけ切り離して享受することは難しいと述べ、仮に1930年代後半にインフレーション・ターゲティングを導入していたとの思考実験を行ってみても、これがその後の財政規律の喪失や高インフレの抑止に働いたとは考えにくく、マネタイゼーションのような非常時の政策が一度実施されれば、それからの脱却は非常に難しくなることに懸念を示した。

これに対し、コリンズ、テイラーらからは、日本経済に追加的な緩和効果を与えることが引続き必要であり、日本銀行が金融政策当局として、財政政策、為替政策の当局である大蔵省との協力等を通じて果たすべき役割は依然としてあるのではないかとする意見が表明され、議論は分かれた。

この間、マックレムは、インフレーション・ターゲティングの「限定された裁量」としての側面は、インフレ期待が高まるような局面において物価安定に有効に働くことを主張した。こうした意見に対し、翁は、インフレ目標へのコミットメントは、高いコストや大きなリスクを伴う可能性があるために非常時のみに用いるべき政策手段を、問答無用で採用させるインセンティブを生む可能性があるとの懸念を表明した。

4. 総括パネル・セッション

総括パネル・セッションは、翁の司会の下、ガスパール、コーン、山口の3人の中央銀行関係者が、低インフレ下の金融政策運営が抱える課題について見解を述べた後、メルツァー・テイラー両海外顧問がこれらのプレゼンテーションに対してコメントするかたちで、コンファランス全体の総括を行った。

まず、ガスパールは、1990年代における金融政策の議論のなかで注目すべき点は、多くの中央銀行の間で、金融政策運営の枠組みにかなりの統一性が生まれてきたことであると指摘し、特に重要なのは、金融政策の第一義的な目的が物価の安定とされたことであるとした。こうした視点からみると、経済全体の安定性に貢献しつつ、信認が得られ、かつ長期的に持続可能なかたちで物価の安定を達成するよう、金融政策の枠組みを構築していかなければならない、と述べた。

また、コンファランスの議論について、(低インフレ下でのデフレ・ショックのような)非常事態発生時に中央銀行が迅速に対応するには、事前に対処策を検討しておくこと、インフレ・デフレ両方向のリスクを最小にするように予防的な金融政策を行っていくこと、の重要性が示されたと整理した。

そのうえで、極めて低いインフレ（年率で0.8%）のもとでスタートした、1998年末～1999年春にかけての欧州中央銀行発足直後の経験を振り返り、当時金利下げに踏み切ったのは、デフレを予測したからではなく、（確率的には低いとしても）いったん経済が悪化に転じた場合にそれが加速してしまうリスクに対する保険を購入したものと捉えることができると指摘し、こうした政策運営が、自分の知る限り「頑健な金融政策」といえるのではないかと述べた。

次に、コーンは、中央銀行が低インフレ下において「非常時の金融政策」を行使することの問題点として、やや長い期間が経った後でしか顕在化しないかもしれないが、非伝統的な政策対応に関する提言では考慮されていない潜在的な副作用に焦点を当て以下のような見解を述べた。

第1に、現在の期待に働きかけるため、将来の政策対応の柔軟性を放棄する、というプリコミットメント戦術の有効性は、信認をどの程度確保できるかにかかっているが一方、中央銀行にとってそのコミットメントを事後的に反故にするインセンティブが大きいとの問題があることを指摘した。第2に、非正統的な政策の実行によって、財政政策的な側面と金融政策的な側面とが一体化されてしまう可能性が存在するため、中央銀行は、少なくともその政策によって想定されるリスクと生じ得る帰結について、財政当局と明確に合意しておく必要があるとした。第3に、政策効果について、事前に十分説得的な説明が困難で、政策への信認が得られなければ、政策は不成功に終わる可能性が高く、その場合は金融政策の有効性はより損なわれるリスクがある点に言及した。

こうした点を考慮すると、短期的な効果のため、保守的な中央銀行としての役割や責任を放棄し、長期的にはリスクの高い非常時の政策を行使するかの決断は、問題の深刻度、想定される費用対効果に関する非常に難しい判断であるとした。そのうえで、日本銀行は非正統的な政策がはらむ、多くの批判者が十分に考慮していないと思われる幾つかの長期的な問題を指摘してきたが、その中には、なお理解が難しくより説得的な説明をする必要があるものもある、と述べた。

このほか、ゼロ金利解除を巡って、ゼロ金利を維持することに伴う財政規律、経済構造調整、資産価格への影響をどう考えるべきか、金融政策が物価と産出変動へ及ぼす影響を的確に把握できるか、といった点の難しさに共感を示したうえで、このところデフレが落ち着きつつある一方、需給ギャップは引き続き拡大している点をかながみると、現状は従来の物価と産出量の関係では捉えられない事態に陥っていると解釈すべきであり、デフレ懸念の払拭だけで、ゼロ金利の解除時期を判断することには疑問が残る、と述べた。

山口は、1年4カ月にわたりゼロ金利政策を実践してきた立場から、この間の経験を整理した。まず、ゼロ金利政策に踏み切る段階では、短期金利をゼロにすることによる短期金融市場の機能低下、金融機関の流動性管理意識の低下、といった懸念が存在したことを指摘した。前者については、短期金融市場での取引は継続さ

れ、結果的にそれほど大きく顕在化しなかった一方、後者についてはY2Kなどの時期には、巨額の超過準備が積み上がり、金融機関サイドでの適切な流動性管理インセンティブの後退を示す結果となった。ただし、こうした懸念は、ゼロ金利政策を修正するほど大きなものではなかったと述べた。

次に、ゼロ金利政策の実践からの発見について言及し、総合的に判断すれば、ゼロ金利政策の効果が予想以上に強力であったことを指摘した。すなわち、短期金利を低下させることによる「コスト効果」自体は大きなものではなかったが、ゼロ金利の実現とその維持に伴い、強力な「流動性効果」が同時に生じ、公的資金投入とも相俟って、過小資本と流動性不足という深刻な金融システムの状態を大幅に改善する効果を持ったと説明した。

また、よりアグレッシブな量的緩和策を主張する意見に対しては、オペレーションが極めて大規模なものとなる可能性、将来の政策運営への過度かつ広範囲なコミットメントのリスクの大きさ、から賛同できなかったとの見解を示した。特に、景気動向に関する不確実性が高いもとの、大規模な金融緩和策について長期にわたってコミットすることのリスクの大きさ、長期国債オベガ、より巨額の財政赤字と潜在的な長期金利高騰圧力につながる可能性を指摘した。

最後に、ゼロ金利政策の経験から得た暫定的な見解として、デフレはインフレよりも対処が困難であること、デフレ懸念が深刻化した際の対処策としてはゼロ金利維持策が強力な効果を生み出すこと、ゼロ金利を超える緩和策については、状況によりどのような政策手段が望ましいかは異なるが、学界での議論は、効果とリスク・副作用を比較考量するうえで、後者を十分に検討していない傾向があること、また日本銀行は、物価あるいはインフレに関する一連の問題を再検討中であるが、その過程で多くのパズルが発見されており、インフレの参照基準（reference）設定は建設的であるとしても、現在の日本経済の状況においては、ターゲット、見通しといった特定の数値を公表すべきかは否かについては、更なる検討が必要であること、を指摘した。

以上3名の中央銀行関係者のスピーチを踏まえて、メルツァー、テイラーの両名はそれぞれ以下のような見解を示し、コンファランスの議論を総括した。

まず、メルツァーは、中央銀行による準備供給の方法について、リスクの低い政府短期証券を対象とする伝統的な公開市場操作、CP、金、外貨等を対象に含めた相対的にリスクの高い取引の2種類を挙げたうえで、今次コンファランスの議論は、日本銀行が現下の経済状況でどの種のリスクをどの程度まで取るべきかを巡って意見が分かれていると述べた。そして、中央銀行は経済危機の局面においては国民経済を守るためにリスクを取るべきであるとのウォルター・バジヨットの主張を引用しつつ、テイラー、グッドフレンド等の見解に賛意を示した。すなわち、中央銀行は利潤最大化動機に基づかない固有の目的のもとで運営されており、決済システム等の公共財供給を行うほか、マクロ経済全体にかかるリスクを自ら吸収し

社会全体への影響を小さくする役割を担っており、日本銀行はリスクの低い政府短期証券のオペに限定することなく、もっと大胆にリスクを取るべきであると主張した。

さらに、日本経済の現状について、実質通貨残高に対する超過需要状態にあり、これを解消するに必要な名目通貨供給拡大が行われなかったためデフレにより実質通貨残高が増加するかたちで調整が行われており、依然としてデフレのリスクから脱出できていないとの見方を提示した。そのうえで、日本銀行の金融政策に対する提言として、インフレとデフレのいずれも回避して物価安定を実現することに向けて、デフレ脱却に必要な金融緩和政策を実行することが求められていると締め括った。

最後に、**テイラー**は、実際の金融政策運営には、政治的要素など非経済的要素が多く絡むが、自分は経済問題に限定して議論する。それゆえ、ストレートでナイーブにさえ聞こえるかもしれないが、自分ができる最良のアドバイスはそうした領域のものだ、と断ったうえで、まず、インフレ率と経済活動の関係について以下のように述べた。海外の事例をみると、明示的な数値目標を持たない米連銀は、（一部のボードメンバーの発言によると）2%程度、欧州中央銀行は0~2%のインフレ率を物価安定が達成された状態と位置付けて金融政策を運営している、という理解を示し、物価安定の達成は、価格の変動に伴う実体経済活動への攪乱が生じないというメリットがある、とした。日本銀行も物価安定が達成された状況をできる限り明確にすることによって、同様のメリットを得るようにすべきであると指摘した。

次に、金融政策運営におけるGDPギャップの役割について、グッドフレンドが指摘したように、予防的（preemptive）な政策対応を行ううえでの有用な手がかりであると述べた。GDPギャップを測定するには潜在GDPの推計が必要であり、その推計値に計測誤差が存在する場合、GDPギャップに対する金融政策の反応係数を小さくするべきか、大きくするべきかについては見解が分かれているのは事実であるが、GDPギャップが金融政策運営において重要な情報であることは間違いがなく、最も重要なことは、より正確なGDPギャップの推計値を得ることであると述べた。

また、日本の金融政策運営について、日本では、量的金融指標の代表であるM2+CDが3%程度の伸びにとどまっているが、正常な経済状態のもとでは7~8%の伸びになるはずであるとし、量的緩和の必要性を指摘した。そして、日本銀行が主張するマネタリー・ベース制御の困難さに対し一定の理解を示す一方、それゆえ、自分は日本銀行が外貨を買うべきと考えている、と述べた。

さらに、日本銀行のゼロ金利政策について、段階的な金融緩和政策の延長に位置するとする見方と、山口が述べたような緊急避難的な政策（emergency measure）との捉え方、の2通りがあると整理した。そして、前者の立場からは、適正と考えられる政策金利は、依然として大きなマイナスであるが、後者の立場からは、現在0.02%である金利を引き上げることは、連続的な変化というよりは、大きな非連続的な変化である、と指摘した。そのうえで、後者の立場から、ゼロ金利を解除する際には、新しい（非ゼロの）金利政策について、将来における政策意図を明確に伝えることのできるような方法をとる必要がある、と述べてスピーチを締め括った。

参考1：ラウンドテーブル参加者一覧（アルファベット順）

- Jack H. Beebe
Senior Vice President and Director of Research,
Economic Research Department, Federal Reserve
Bank of San Francisco
- Marten Blix
Head of Division for International Macro Analysis,
Economics Department, Sveriges Riksbank
- J. Alfred Broaddus, Jr.
President, Federal Reserve Bank of Richmond
- Thomas F. Cargill
Professor of Economics, Department of Economics,
University of Nevada, Reno
- Charles Collins
Senior Advisor, Asia and Pacific Department,
International Monetary Fund
- Christine M. Cumming
Executive Vice President and Director of Research,
Federal Reserve Bank of New York
- Francisco G. Dakila, Jr.
Acting Bank Officer VI, Department of Economic
Research, Bangko Sentral ng Pilipinas
- Spencer Dale
Head, Monetary Assessment and Strategy Division,
Bank of England
- Hiroshi Fujiki
Manager and Senior Economist, Research Division I,
Institute for Monetary and Economic Studies, and
Money and Capital Markets Division, Financial
Markets Department, Bank of Japan
- Shin-ichi Fukuda
Associate Professor, Faculty of Economics,
University of Tokyo
- Vitor Gaspar
Director General of Research, European Central
Bank
- Marvin Goodfriend
Senior Vice President and Policy Advisor, Economic
Research Department, Federal Reserve Bank of
Richmond
- Craig S. Hakkio
Senior Vice President and Director of Research,
Federal Reserve Bank of Kansas City
- Jane T. Haltmaier
Senior Economist, Division of International Finance,
Board of Governors of the Federal Reserve System
- Lars Peter Hansen
Homer J. Livingston Distinguished Service Professor
of Economics, Department of Economics, The
University of Chicago
- Masaru Hayami
Governor, Bank of Japan
- Fumio Hayashi
Professor, Department of Economics, University of
Tokyo
- Jean Hilgers
Member of the Board of Directors, Banque Nationale
de Belgique, S.A.
- Takamasa Hisada
Chief Manager, Research Division I, Institute for
Monetary and Economic Studies, Bank of Japan
- Achjar Iljas
Deputy Governor in Charge of Monetary Policy and
Statistics, Bank Indonesia
- Keimei Kaizuka
Professor, Faculty of Law, Chuo University
- Grant Kirkpatrick
Head, Japan Desk, Organisation for Economic Co-
operation and Development
- Donald L. Kohn
Director, Division of Monetary Affairs, Board of
Governors of the Federal Reserve System
- Ling Tao
Deputy Director, Research Department, The People's
Bank of China
- Tiff Macklem
Chief, Research Department, Bank of Canada
- Allan H. Meltzer
The Allan H. Meltzer University Professor of
Political Economy, Graduate School of Industrial
Administration, Carnegie Mellon University

- Guy M. Meredith
Executive Director, Research Department, and
Director, Hong Kong Institute of Monetary Research,
Hong Kong Monetary Authority
- Naruki Mori
Assistant Manager and Economist, Research Division
I, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank
of Japan
- Sachiko K. Nakada
Research Division I, Institute for Monetary and
Economic Studies, Bank of Japan
- Tim Chung-Ko Ng
Manager, Forecasting, Economics Department,
Reserve Bank of New Zealand
- Nobuyuki Oda
Manager and Senior Economist, Research Division I,
Institute for Monetary and Economic Studies, and
Money and Capital Markets Division, Financial
Markets Department, Bank of Japan
- Kunio Okina
Director, Institute for Monetary and Economic
Studies, Bank of Japan
- Fabio Panetta
Assistant Manager, Research Department, Banca
d'Italia
- Christian Pfister
Deputy Director, Monetary Research and Statistics
Division, Banque de France
- Hermann Remsperger
Member of the Board, Deutsche Bundesbank
- Georg Rich
Director, Deputy Head of Department I, Head of
Economic Division, Schweizerische National Bank
- John C. Robertson
Senior Economist and Policy Advisor, Research
Department, Federal Reserve Bank of Atlanta
- Makoto Saito
Associate Professor, Faculty of Economics, Osaka
University
- Masaaki Shirakawa
Advisor to the Governor, Policy Planning Office,
Bank of Japan
- Shigenori Shiratsuka
Manager and Senior Economist, Research Division I,
Institute for Monetary and Economic Studies, Bank
of Japan
- Glenn Stevens
Assistant Governor, Reserve Bank of Australia
- Lars E. O. Svensson
Professor, Institute for International Economic
Studies, Stockholm University
- Job Swank
Departmental Director, Monetary and Economic
Policy Department, De Nederlandsche Bank N.V.
- Toshiaki Tachibanaki
Professor, Kyoto Institute of Economic Research,
Kyoto University
- Hiroo Taguchi
Associate Director, Institute for Monetary and
Economic Studies, Bank of Japan
- John B. Taylor
Mary and Robert Raymond Professor of Economics,
Department of Economics, Stanford University
- Leslie E. Teo
Lead Economist, Economics Department, Monetary
Authority of Singapore
- Oreste Tristani
Economist, Economic and Financial Research Unit,
European Central Bank
- Kazuo Ueda
Member of the Policy Board, Bank of Japan
- Atchana Waiquamdee
Senior Director, Monetary Policy Group, Bank of
Thailand
- William R. White
Economic Adviser, Head of Monetary and Economic
Department, Bank for International Settlements
- Yutaka Yamaguchi
Deputy Governor, Bank of Japan
- Chin-Bang Yoo
Chief Economist and Assistant Director, Economic
Studies Office, The Bank of Korea

参考2：プログラム

日 時	セッション	議長および司会者	報告書およびパネリスト	指定討論者	
7/3(月)	午前 9:00-11:45	総裁スピーチ	翁 邦雄(日本銀行)	速水 優(日本銀行総裁)	--
		海外顧問スピーチ		Allan H. Meltzer(カーネギーメロン大学) John B. Taylor(スタンフォード大学)	--
	午後 13:00-17:30	1 An Overview of Monetary Policy under Asset Price Fluctuation and Deflation	白川方明(日本銀行)	田口博雄(日本銀行) 白塚重典(同)、森 成城(同)	Georg Rich(スイス国民銀行) Charles Collyns(国際通貨基金)
				Thomas F. Cargill(ネバダ大学)	Marten Blix(スウェーデン・リクスバンク) 福田慎一(東京大学)
		2 Transmission Mechanism and Structural Rigidities		Jean Hilgers (ベルギー国立銀行)	Marvin Goodfriend (リッチモンド連邦準備銀行)
		藤木 裕(日本銀行)、中田祥子(同) 橋木俊詔(京都大学)	Jane T. Haltmaier(米国連邦準備制度理事会) Grant Kirkpatrick(経済協力開発機構)		
7/4(火)	午前 9:00-11:45	3 Expectation Formation and Monetary Policy	J. Alfred Broaddus, Jr. (リッチモンド連邦準備銀行)	Lars P. Hansen(シカゴ大学)	林 文夫(東京大学)、Tiff Macklem(カナダ銀行)
				齊藤 誠(大阪大学)、白塚重典	Christine M. Cumming(ニューヨーク連邦準備銀行) Tim Chung-Ko Ng(ニュージーランド準備銀行)
	午後 13:00-17:30	4 The Implications of Low Inflation and Interest Rates for the Conduct of Monetary Policy	植田和男	Lars E. O. Svensson (ストックホルム大学)	Glenn Stevens(オーストラリア準備銀行) Job Swank(オランダ銀行)
				翁 邦雄、小田信之(日本銀行)	Spencer Dale(英蘭銀行) Jack H. Beebe(サンフランシスコ連邦準備銀行)
		Concluding Panel: The Role of Monetary Policy under Low Inflation	翁 邦雄	Donald L. Kohn (米連邦準備制度理事会) Vitor Gaspar(欧州中央銀行) 山口 泰(日本銀行) Allan H. Meltzer John B. Taylor	

(参考3：報告論文の概要)

(セッション1)

日本におけるバブル崩壊後の調整への政策対応： 中間報告

Policy Responses to the Post-bubble Adjustments in Japan: A Tentative Review

しらつかしげのり たぐちひろお もり なるき
白塚重典 / 田口博雄 / 森 成城

本稿は、バブル崩壊後の調整に対する金融政策・プルーデンス政策面での対応に関する中間報告である。バブル崩壊後の調整過程においては、期待成長率の急激な下方修正、企業等におけるバランスシート調整や銀行の不良債権問題を背景とする金融仲介機能低下等がバブル崩壊のショックを増幅し、調整期間を長期化させた。

金融政策について、マーシャルの k 、テイラー・ルール、株式イールド・スプレッド、実質短期金利の4つの基準を用いると、緩和方向への転換は総じて速やかであったものの、当初の緩和の大きさは、通常のス톡・サイクルに見合ったものであり、後知恵で見れば、バブル崩壊の影響を十分予見したものではなかったとの評価も可能である。もっとも、仮に、より早目にドラスチックな金融緩和が行われたとしても、金融仲介システムの機能低下を勘案すると、抜本的な不良債権問題の処理を行わないまま、金融緩和策だけで対応することには限界があったことは否定し難い。

プルーデンス政策面では、システムミック・リスクを回避し得た一方、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネット整備の遅れから処理に長い時間を要し、不良債権問題はマクロ経済に対する強い足かせとなった。

こうした1990年代の経験を踏まえると、日本銀行がマクロ的ショックの影響とその波及メカニズムについての認識を迅速かつ的確に行い、その調整コストをできる限り小さくしていくことが重要である。また、日本銀行が構造的な問題へより積極的に働きかけ、その政策手段の有効性を高めていく必要もあろう。

(セッションI-2)

金融政策、デフレと経済史：日本銀行への教訓

Monetary Policy, Deflation, and Economic History: Lessons for the Bank of Japan

トーマス・F・カーギル

本稿は、1930年代の各国（米国・日本・スウェーデン）の歴史的経験から、1990年代の日本銀行の政策運営に対する教訓を引き出そうとするものである。

まず、戦後期においてはインフレの抑制が政策目標として過度に強調されてきたが、1930年代の経験を踏まえると、デフレは大きな脅威となり得る。したがって、物価の安定とは、インフレの抑制と同時にデフレの抑制をも意味する。この点、1930年代のFRBは適切な積極的金融政策をとらなかったのに対し、スウェーデン中央銀行や日本銀行は、前者が物価水準ターゲティングで、また後者は大胆な財政・金融政策によってデフレを克服した。FRBの失敗の1つは、独立性の放棄ととられることを惧れる余り、国債の大量購入などの緩和策に消極的になりすぎた、換言すれば独立性がむしろ行動を制約する要因になったことにある。中央銀行には技術的な問題やバランスシートの制約に関係なく長期的なデフレを防止する能力があり、インフレーション・ターゲティングは、信認がされやすくしかも透明性の高いアンカーとなることで民間部門の期待形成の安定化を促すことができるというのが、こうした歴史から得られた日本銀行の政策運営についての教訓である。

(セッションII-1)

金融の安定、デフレと金融政策

Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy

マービン・グッドフレンド

本稿は、金融の安定、デフレ及び金融政策の間の相互関係について論じたものである。

まず、パート I では金融の安定性の意味を主として資産価格の変動、およびそれと金融危機との関係を軸に考察する。例えば、(マクロの)金融の安定にとって重要な側面である(企業の)財務状況の悪化は、資金調達プレミアム等を通じて資産価格に影響を与える可能性がある。パート II では、資産価格変動の金融政策への影響を考慮し、株価は金利政策運営の指標としては適切でないこと、金融政策は市場

の流動性を適切に保つとともに、総需要のコントロールを目指すべきことを論じている。

パート では、経済をデフレや不況のリスクにさらすような要因を、とくに、金融政策との関係から捉える。長期にわたり低インフレを実現すると、それへの信認が経済に織り込まれるため過熱現象がなかなか表面化せず、結果的に中央銀行が景気拡大期において予防的な措置をとるのが遅れがちになる。しかし、持続可能でない景気拡大は、過剰な資本蓄積、バランスシートの毀損を引き起こし、最終的には、経済の回復のために非常に低い、あるいは負の実質金利が必要となる事態に追い込まれる。また、ゼロ（名目）金利下では金融政策の機動性が損なわれ、結果的に景気後退が長く、深いものになるとの問題もある。

こうしたデフレや不況への連鎖的な圧力を中央銀行が断ち切るには、(1)景気変動が過度にならないように注意深く政策運営を行うこと、(2)ゼロ金利の制約のもとでも、アグレッシブな買いオペを行うことで需要を刺激すること、(3)必要に応じ、名目金利が負になるように、銀行の準備金や現金に保有税を課すような制度を導入すること、(4)中央銀行は、バブル発生・崩壊に伴う銀行の財務問題をもっと早い時期に解決できるように働きかけること、などが重要である。一方、財政政策の発動は、うまくいったとしても相対的に効果が小さく悪くするとかえって悪影響をもたらしかねない、という公算が大きい。

(セッションII-2)

日本の労働市場における構造的問題： 多様性・公平性・効率性の時代か それとも二極分化の時代か？

The Structural Issues in the Japanese Labor Market: An Era of Variety, Equity and Efficiency or An Era of Bipolarization?

ふじき ひろし なかだ くろだ さちこ たちばなぎとしあき
藤木 裕 / 中田(黒田)祥子 / 橘木 俊詔

本稿では、わが国の失業率が1990年代入り後急上昇したことを踏まえ、これまでわが国の大企業を中心にみられた日本的雇用慣行の負の側面に焦点を当てる。すなわち、長期雇用される男性正規社員を主な働き手と想定した諸制度は、経済に負の大きなショックが加わった場合でも労働移動を促進しない可能性があるほか、女性や高齢者などの雇用を促進するための多様な雇用形態に関して十分対応できない可能性がある。

また、女性を中心としたパート・タイマーの増加、高齢化に伴う高齢者の労働供給行動の変化、若年労働者の失業増、そして求職意欲喪失者の動向といった、従来

周辺労働者に分類されてきた労働者の労働供給行動が昨今のわが国労働市場に構造変化をもたらしているとみられる。

こうした構造変化の可能性を考慮せずに、過去の経験則を機械的に将来にあてはめ金融政策の判断に用いることは危険である。インフレと失業のトレードオフを例にとると、構造変化の結果、ある失業率の水準のもとでのデフレ的な圧力が、従来よりも大きくなっている可能性がある。最後に、物価の安定を達成するうえで障害になり得る構造問題が存在する場合は、中央銀行もこれに対して問題提起を行うべきであるとの観点から、現在日本の労働市場が抱えるいくつかの構造問題を例示する。

(セッションIII-1)

マクロ経済学に頑健性を

Wanting Robustness in Macroeconomics

ラルス・P・ハンセン / トーマス・J・サージェント

50年ほど前に経済学に導入された主観的確率理論を利用した動学的な期待効用最大化モデルは、経済モデルからモデル固有の内部矛盾を排除するとともに、実証分析やシミュレーションを可能とし、経済政策運営上の含意についての議論を可能にするなど、多大な貢献をもたらした。しかし、その対価として、分析者たちは、各政策オプションの評価のために自分達が用いているモデルは、実際の経済の近似に過ぎないという、いわゆる「誤った定式化 (misspecification)」の問題に直面せざるを得なくなった。

とりわけ、この問題は、前提として「誤った定式化」を排除している合理的期待モデルを利用するうえで、以下の3つの論点から重要な検討課題を与える。第1は、動学モデルを評価する際の基準を巡るものであり、第2は、個々の意思決定者モデル化に関するもの、第3は、マクロ経済政策の立案者は、誤った定式化の問題を抱える経済モデルをどう利用していくべきなのか、という論点である。

本稿では、このうち、主として第2と第3の論点に焦点を当て、モデルのテスト方法や政策立案者にとってのテスト結果の評価の仕方について論じている。具体的には、主観的確率理論に基づく期待効用最大化基準の現実妥当性に、エルスバークの逆説 (Ellsberg Paradox) の議論を用いて疑問を投げかけたうえで、最近の最適制御理論に依拠しつつ、政策立案に用いることが可能なさまざまな種類の動学的モデルの定式化に関して、「頑健さ (robustness)」の観点から、カリブレーション等による分析方法を紹介している。そのうえで、不確実性が大きい場合、より積極的な政策対応が望まれるとのインプリケーションを導き出している。

(セッションIII-2)

**裁定の失敗としての金融危機と金融政策：
「ジャパン・プレミアム」現象からの論証（要旨）**

**Financial Crises as the Failure of Arbitrage and Monetary Policy:
Evidence from the ‘Japan Premium’ Phenomenon**

さいとう まこと しらつかしげのり
齊藤 誠 / 白塚重典

本稿は、金融危機を金融市場間における裁定の失敗あるいは限界と捉え、こうした見方を支持する事例としてオフショア金融市場における「ジャパン・プレミアム」現象を取り上げるとともに、金融危機下における中央銀行の公開市場操作について検討を加えたものである。

1997～98年に観察された「ジャパン・プレミアム」の発生は、邦銀の信用力に対する市場の見方が厳しくなったもとの、機関投資家や仲介業者が厳しい流動制約に見舞われた結果、金融市場間における裁定が機能しなくなった現象と考えられる。これは、オフショア金融市場のデータにより、(1)さまざまな平価関係の崩壊、(2)将来金利の予測力の低下、(3)ビッド・アスク・スプレッドの拡大点を実証的に検証されると整合的である。

このように、1997～98年の「ジャパン・プレミアム」にみられるように、金融市場間の裁定の欠如により市場が分断されたときには、市場流動性を回復させるべく、マクロ的に十分な流動性を供給するとともに、中央銀行が複数の金融市場に介入し、市場間の裁定機能の回復に寄与することが重要である。

(セッションIV-1)

**開放経済下における名目金利の非負制約：
流動性の罠を脱出する確実な方法**

**The Zero Bound in an Open Economy:
A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap**

ラルス・E・O・スベンソン

本稿は、名目金利の非負制約が存在する場合でも、中央銀行が、名目為替レートを減価させたうえで一時的に固定させ、同時に将来の物価水準の経路にコミットすることにより、流動性の罠から安全かつ確実に抜け出せることを標準的な開放経済モデルを用いて論証したものである。

本稿の特徴は、インフレ期待が果たす役割を重視し、定量的効果が不透明なポートフォリオ・リバランス効果に依拠しなくとも、流動性の罫を確実に脱出できることを強調している点にある。一国の中央銀行は、無制限に自国通貨を発行し、他国通貨を買い入れる介入を実施することにより、必ず名目為替レートを減価させ、かつこれを維持することができる。このとき、いったん減価した実質為替レートは均衡水準に回帰するが、ここで他国の物価水準が固定されているとすれば、自国の期待インフレ率は必ず上昇する。したがって、一時的な実質為替レートの減価に伴う純輸出の増大と、自国の期待インフレ率の上昇による長期実質金利の低下により、総需要が刺激され、名目金利の非負制約の状況から脱出できる。また総需要が回復し、金利政策の自由度が確保された後には、必要以上に経済が過熱することのないよう、名目為替レートの固定を速やかに放棄し、物価水準ターゲティングに移行することを予め宣言しておけばよい。こうした政策を可能とするため、日本銀行は、為替の介入権限を有する大蔵省との間で、流動性の罫に陥った際の打開策として、これらの方策について合意を形成すべきである。

(セッションIV-2)

名目金利の非負制約下における追加的金融緩和策： 日本の経験を踏まえた論点整理

Further Monetary Easing Policies under Non-negativity Constraints of Nominal Interest Rates: Summary of Discussion Based on Japan's Experience

おきなくにお おだのぶゆき
翁 邦雄 / 小田信之

本稿は、日本における経験を踏まえ、ゼロ金利下での金融政策を巡る各種の問題を検討したものである。まずゼロ金利政策導入前後の金融市場動向を振り返った後、名目金利ゼロ下での金融政策の波及メカニズムを整理し、仮に追加的な金融緩和を行う必要がある場合にどのような政策の選択肢があり得るかを考察する。

1つの選択肢は、政策アナウンスメントをより具体的にすることである。この手段は、フィージビリティが高くコストないしリスクが小さいが、効果も比較的限られているとみられる。一方、中・長期国債オペ増額や一時的な「固定」為替相場制度の導入については、大がかりに実施すれば比較的大きな効果が得られる可能性もあるものの、効果に不確実性が大きいうえ、コストないしリスクが大きい可能性がある。

さらに、ゼロ金利下でのインフレーション・ターゲティング導入の是非についても考察する。インフレーション・ターゲティングを金融政策運営の枠組みの1つと

位置づけると、総合判断に基づく伝統的な政策運営との区分けが必ずしも容易ではない。とくに、日本での最近の論調等を踏まえると、ゼロ金利下で本来のインフレーション・ターゲティングのメリットを享受する環境が整わないままでは、金融政策遂行の柔軟性が阻害される可能性が無視できない。

