

「金融と実体経済の連関性と金融政策」 —2011年国際コンファランスの様—

おだのぶゆき かとう りょう すどう なお よしだともお
小田信之／加藤 涼／須藤 直／吉田知生

日本銀行金融研究所は、2011年6月1、2日の両日にわたり、日本銀行本店にて、「金融と実体経済の連関性と金融政策（Real and Financial Linkage and Monetary Policy）」と題する2011年国際コンファランスを開催した。コンファランスでは、金融市場と実体経済、金融政策の相互依存に焦点が当てられ、学界、国際機関、中央銀行から、約100名の有識者が参加した¹。

コンファランスは、日本銀行総裁の白川方明の開会挨拶で始まった。金融研究所海外顧問の1人であるモーリス・オブストフェルド（カリフォルニア大学バークレー校）はキーノート・スピーチを、チャールズ・A・E・グッドハート（ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス）は前川講演を行った。5つのセッションでは、論文報告に続き、指定討論者（各2名）による討論と一般質疑が行われた。最後にコンファランスは、政策パネル討論で締めくくられた。

1. オープニング・セッション

開会挨拶²において、白川は、まず、東日本大震災後に海外から寄せられた支援に対して感謝の言葉を述べ、震災後の日本経済の動向について概観した。次に、バブル、人口、自然災害という3つの分野について、マクロ経済学における重要性を訴え、さらなる研究の必要性を提起した。具体的に、1点目のバブルについては、日米

本稿は“Real and Financial Linkage and Monetary Policy: Summary of the 2011 Annual International Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan.” *Monetary and Economic Studies* Vol. 29 の日本語版である。本コンファラ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モーリス・オブストフェルド教授とマーヴィン・グッドフレンド教授、特別顧問である植田和男教授およびすべての参加者に、有益なプレゼンテーション、活発な議論を通じて、コンファランスに貢献してくれたこと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。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

小田信之 日本銀行金融研究所経済ファイナンス研究課長 (E-mail: nobuyuki.oda@boj.or.jp)
加藤 涼 日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: ryou.katou@boj.or.jp)
須藤 直 日本銀行金融研究所 (現 調査統計局企画役補佐、E-mail: nao.sudou@boj.or.jp)
吉田知生 日本銀行金融研究所長 (E-mail: tomoo.yoshida@boj.or.jp)

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

2 詳細は、白川 [2011] を参照。

におけるバブルの経験を振り返り、ベースマネーの増加が直ちに同率の物価上昇にはつなげていなかったことを指摘し、金融システムと信用市場を深く理解することが、金融政策運営にとって必須であると述べた。2点目の人口については、消費財への支出や投票行動における年齢ごとの違いを反映して、人口動態の変化が、総需要、景気変動、そしてバブルの生成の可能性に決定的な影響を与えると述べ、従来のバブルの分析において、人口動態の変化の役割が見過ごされてきたと強調した。3点目については、自然災害が発生頻度は稀であるものの経済にとって重大なリスクであるとし、集中のリスクや在庫管理のあり方について論じた。今次震災後のサプライ・チェーンの寸断によって、過度の集積を進めたり、在庫を縮小したりすることのコストが明らかとなったことを踏まえて、経済学者と政策当局は、今後、災害リスクへの備えとして、これまで以上に効果的で、広範なリスク分担システムを構築してゆくことが求められているとした。そして、これらの3つの分野における研究が望まれると締めくくった。

2. キーノート・スピーチ：International Liquidity: The Fiscal Dimension（国際流動性に関する財政的側面について）³

オブストフェルドは、金融危機の国際的な含意について議論を行い、よりよい国際流動性供給のあり方について、財政的な側面から検討を加えた。まず、1970年代の国際流動性供給システムについて振り返り、米ドルと金の関係に依拠したシステムは、米国の財政破綻のリスクを内包していたと指摘した。続いて、現在では、国際流動性供給システムのあり方が、新興国のみならず、先進国にとっても、グローバルな金融危機への対応を考えるうえで、著しく重要になったと強調した。そして、ソブリン債務問題や、金融機関の救済を伴う昨今の金融危機に触れながら、金融市場の不安定性は大規模な財政支出に容易につながりうることや、グロスの対外資産負債ポジションの蓄積によって流動性リスクが高まっていることを述べた。そのうえで、各国ごとに外貨準備を蓄積することは、世界全体でみると過剰な外貨準備残高に陥ってしまうことや、為替市場のボラティリティが過度に高まってしまうことなどのコストが伴うと警告した。こうした問題を踏まえ、必要な国際流動性を満たすための有効な手段としては、国際通貨基金（以下、IMF）の特別引出権（SDR）や中央銀行による多国間スワップ協定の拡張が考えられると主張した。最後に、金融の統合と安定を同時に実現するには、各国が財政面での自治権をある程度犠牲にすることは避けられないと指摘し、上記のいずれの手段をとるにしても、安定した金融システムの維持に向けた財政支出を、誰がどのように負担するかについて、慎重に考える必要があると述べた。以上の議論を踏まえ、グローバルな金融の安定のために、IMFのガバナンスの改革が必要であると主張した。

.....
3 詳細は、オブストフェルド [2011] を参照。

3. 前川講演：The Role of Default in Macroeconomics（マクロ経済学におけるデフォルトの役割）⁴

グッドハートは、マクロ経済学の枠組みに関して、ウィリアム・R・ホワイトが昨年
の前川講演で主張したように既存の枠組みを完全に放棄するのではなく、明示的
にデフォルトのメカニズムを組み込むことで改善を図るべきであると主張した。は
じめに、現在のマクロ経済理論はデフォルトの概念が正しく組み込めていないと批
判したうえで、デフォルトは、債務者がデフォルトした場合の費用と便益を考慮し
て最適に判断した結果として内生的に発生するようにモデル化すべきであると述べ
た。続いて、システミックなデフォルトをもたらす可能性のある金融危機やバブル
について、その予測可能性を論じた。稀にしか起きないものの顕現化すると甚大な
影響を及ぼすテイルリスクについて、現在の計量経済モデルの枠組みで定量化する
ことは困難であることを指摘しつつ、仮に、中央銀行が資産価格バブルを予測し、そ
の崩壊を防ぐことができたとしても、①危機が異なる形で顕在化する可能性（グッ
ドハートの法則）や、②中央銀行が景気拡大に逆行する政策をとることで政治的な
困難に直面する可能性を考慮すると、予測の実用性については、議論の余地が大き
いと述べた。最後に、グローバルにシステム上重要な金融機関（*global systemically
important financial institutions: G-SIFIs*）が破綻した際の対応として、実行可能かつ
望ましい解決策について述べた。公的資金注入による救済や、より健全な他行との合
併といった従来の手法と比較しつつ、(1)「事前破綻処理計画（*living will*）」に基づ
く清算プロセスの改善、(2)債権者による損失の一部負担、(3)早期是正措置（*prompt
corrective action*）の改良の3点を実行可能な解決策とした。ただし、いずれの手法
にも克服すべき課題があることは認めた。

フロアから、アクセル・A・ウェーバー（前ドイツ連邦銀行）は、金融機関の複雑
さの多くは節税のインセンティブに由来すると指摘し、金融機関に対する課税体系
を国際協調によって整備する必要性を強調した。これに対して、グッドハートは、そ
ういった国際協調が起こる可能性は低いだらうと応じた。マーヴィン・グッドフレ
ンド（カーネギー・メロン大学）は、デフォルトの概念を組み込んだモデルが既に
いくつか提案されていることを指摘し、事前にデフォルトのコストが所与とされて
いて、事後的には均衡でデフォルトが生じない枠組みであれば、現行のモデルに容
易に組み込むことができるだろうと述べた。グッドハートは、事前のデフォルトの
コストを決定するうえで、デフォルト確率が重要な変数とされるべきだと返答した。
ジャン・ピエール・ダンシン（スイス国民銀行）は、現実に近いことが経済モデルの
目的ではなく、結果として得られる解析的な含意に基づいてモデルは評価されるべ
きだと主張した。これに対して、グッドハートは、経済学は社会科学であり、実証
面での現実性を包含していなければならないといった異なる見方を提示した。ゲー

4 詳細は、グッドハート・トゥソモコス [2011] を参照。

リー・B・ゴートン（イエール大学）は、米国は、1934年から2007年までの長期間にわたってグローバルな金融危機を経験しておらず、金融システムの役割についてコンセンサスが形成されなかったことが、デフォルトがマクロ経済学に組み込まれなかった1つの理由ではないかとコメントした。グッドハートは、メキシコやアルゼンチンの危機など、同期間にもいくつかのグローバルな金融危機が発生している事実を指摘し、デフォルトの伝播を考慮することが極めて重要であると返答した。

4. 論文報告セッション

(1) Bubbles, Banks and Financial Stability (バブル、銀行、金融の安定)⁵

青木浩介（東京大学）は、資産価格バブルとその実体経済への影響について、外部資金の借入に制約がある動学的一般均衡モデルを用いて分析した。資産価格バブルは、バブル資産が価値をもち続ける限り、企業や銀行の借入制約を緩和することで好況をもたらすが、いったん崩壊すると、借入制約をタイト化させることで、実体経済の活動を停滞させる。青木は、バブル資産が家計や非金融法人ではなく銀行部門に保有されている場合に、バブル崩壊後の実体経済の落込みがより大きくなるなど、バブルの種類によって実体経済への影響が異なることを指摘した。そのうえで、危機的な帰結をもたらすバブルを検知することが実務的に重要であり、マネーやクレジットの対GDP比率がこうした危険なバブルの早期警戒指標となりうると主張した。

第1討論者のピティ・ディスヤタット（タイ銀行）は、バブルの存在を所与とするのではなく、バブルの発生理由や、バブルと信用の相互作用といった点についても掘り下げべきだと述べた。また、政策的な観点からは、バブルの社会厚生に与える影響を評価することが重要であると主張し、銀行のレバレッジに着目したマクロプルーデンス政策を提案した。第2討論者のクリストファー・J・ウォーラー（セントルイス連邦準備銀行）は、モデルにおける銀行について経済活動に歪みをもたらす主体として描写されていることを批判的に指摘し、むしろ経済に内在する歪みを取り除く主体として描写されるべきであると主張した。また、モデルで取り扱われているバブルは、バブルが継続している間、非効率な企業を排除する作用をもつという意味で「良いバブル」であると指摘したうえで、このモデルは、バブル崩壊時に、政府が再度バブルを発生させたほうがよいという政策含意を伴ってしまうと述べた。また、ITバブルや住宅バブルといった米国で実際に起こったバブルについて触れ、青木が考察している「良いバブル」とは質的に異なるのではないかと述べた。

.....
5 詳細は、Aoki and Nikolov [2011] を参照。

フロアから、アティフ・R・ミアン（カリフォルニア大学バークレー校）は、今次の金融危機における主なバブル資産の保有者は、家計であって銀行ではなかったとコメントした。西村清彦（日本銀行）は、不動産投資の不可逆的な性質を明示的にモデルに導入することによって、IT バブルと不動産バブルを区別して分析することを提案した。藤原一平（日本銀行）は、このモデルにおいて、経済変動の安定化による社会厚生が増加がもたらされるかどうか質問した。青木は、社会厚生に関する質問に答えて、モデルにおけるバブルは、崩壊しない限り社会厚生を改善させるが、崩壊する可能性を考慮に入れた厚生分析をする必要があると回答した。

(2) Collateral Crises（担保危機）⁶

ゴートンは、企業が担保を用いて家計から信用供与を受けるモデルを構築し、担保価値の不確実性が景気循環を発生させる仕組みを説明した。担保の質は企業と家計の双方にとって不確実であり、担保の真の価値を知るためには費用がかかると仮定すると、家計が常に担保価値を査定しないという均衡（情報非感応型均衡）と、家計が常に一定の費用を支払って担保価値を精査するという均衡（情報感応型均衡）という2種類の均衡が生じる。ゴートンは、前者の均衡では後者に比べ、家計が担保価値を調べないことが、資金の流れの円滑化を通じて経済活動を活発化させる可能性があるとした。しかし、長期間にわたって担保価値の精査が行われない状況が続くと、劣悪な担保の累積により、経済がショックに対して脆弱化し、金融危機が発生した場合の産出量の落ち込みが大きくなると報告し、2種類の均衡には、トレードオフがあることを強調した。

第1討論者の大橋和彦（一橋大学）は、モデルにおける担保とは具体的に何を指しているのか、またモデルが今次の金融危機をどのように説明しうるのか質問した。また、論文では、担保の価値が経済活動に影響を受けないと仮定されていることに言及しつつ、実際には両者は相互に影響し合っており、その相互作用は重要であると指摘した。第2討論者のハビエール・スアルツ（CEMFI）は、ゴートンの議論を踏まえつつ、近年のユーロエリアにおけるソブリン債務危機に対する政策対応を考えるうえで、各国の財政状況を精査すべきかどうかという視点も有益ではないかと述べた。

フロアからは、ヘアカット、新興市場の分析、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）、格付機関の役割といった個別論点について、モデルの枠組みがどのように利用できるのか質問が相次いだ。また、リューベン・グリック（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、政府が事前に適切な施策をとることで、経済主体が担保の真の価値を調べるかどうかについて、望ましい結果を得られるのではないかと指摘した。フランク・スметツ（欧州中央銀行）は、資金の借り手が意図的に価値の低い担保を生成することがありうるとして、こうしたリスクについて議論する必要がある

6 詳細は、Gorton and Ordoñez [2011] を参照。

ると述べた。ゴートンは、モデルが政府部門を考察の対象としていないことを認め
たうえで、モデルから政策含意を抽出するうえでは、注意深い検討が必要であると
回答した。

(3) International Recessions (国際的不況)⁷

ファブリツィオ・ペリ (ミネソタ大学) は、国際的に統合されている金融市場で
発生したショックが世界経済に波及する経路について、企業が借入制約に直面する
2国モデルを用いて分析した。担保資産の清算価格が将来下落するのではないかと
いう予想が金融市場で生じると (これを「金融ショック」と称する)、企業が保有す
る担保資産の価値が下落し、借入制約がタイト化することを通じて、雇用や生産活動
が縮小する。金融市場が国際的に統合されている場合、金融ショックによる2国の
資産価格変動は同時性をもち、労働市場の硬直性の度合いの違いを反映しつつ、各
国の実体経済へ波及してゆく。ペリは、モデルから得られるこうした含意は、金融
危機後の各国の金融および実物変数に関するデータと整合的であると論じた。

第1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、国際的に統
合されている金融市場のもとでは、特定の国で発生したショックが世界全体に波及
することと、世界全体に共通のショックが発生することとを識別できないとするペ
リの主張に同意を示した。第2討論者の塩路悦朗 (一橋大学) は、今次の金融危機
が国際的に波及した主たる理由は、各国の在庫調整を反映した貿易量の減少に求め
られるとして、国際金融市場の経路によって同時的な経済停滞を説明することに疑
問を呈した。

塩路のコメントに関連して、フロアの渡辺 努 (一橋大学、東京大学) は、貿易
量の減少の一部は貿易信用の不足によって引き起こされているため、貿易量の変化
は必ずしも金融面の重要性を否定するものではないとコメントした。オブストフェ
ルドは、今次の危機において、世界的な住宅市場の好況とそれに続く世界的な崩壊
が観察されたことについて触れ、こうした事象をこのモデルの枠組みで整合的に説
明できるのかどうか質問した。藤原は、国際景気変動のこれまでの研究においては、
当該論文とはむしろ逆に、金融市場の国際的な統合の不完全性が通常の景気変動を
説明するうえで現実的な仮定であるとみなされてきたことを指摘し、危機時と通常
の景気変動を統合的に説明するモデルが必要であると主張した。ミアンは、危機後
も経済や信用活動が十分に伸び続けている新興国に関して、モデルの含意を質問し
た。ペリは、ペセンティのコメントに同意しつつ、本論文の主要な貢献は、金融市
場の統合が、予想の同質化を通じて国際間の資産価格変動を均一にすることを示し
た点にあると付け加えた。

.....
7 詳細は、Perri and Quadrini [2011] を参照。

(4) Bank Overleverage and Macroeconomic Fragility (銀行のオーバーレバレッジとマクロ経済の脆弱性)⁸

加藤 涼（日本銀行）は、マクロプルーデンス政策や資産価格ブームに対する金融政策対応といった政策介入の必要性を吟味することを目的に、自由放任主義的（laissez faire）な銀行システムが効率的な均衡を達成できるかどうかを問う論文報告を行った。この問いに答えるため、報告では、短期負債で調達を行い非流動資産に投資を行う、いわゆる満期変換を行う競争的な銀行システムが存在する世代重複モデルが提示された。加藤は、不完備市場では、一般に、競争的な銀行システムはオーバーレバレッジに陥り、危機発生確率を非効率に高めてしまうことを論証した。この原因として、金銭的外部性（pecuniary externalities）を挙げ、不完備市場における銀行間の競争は、システム的な過剰投資を引き起こし、銀行が合理的であっても将来の資産価格予想が常に楽観的になることを論証した。また、加藤は、マクロ経済全体がどの程度非効率的なシステムック・リスクに晒されているかを示す指標として、MSR（marginal systemic risk）という新指標を利用することを提唱した。

第1討論者のスメッツは、危機発生確率が内生的に決定されるマクロ動学モデルが提示されたことは称賛に値すると述べた。一方で、モデルの現実経済への適用可能性には疑問が残ると指摘した。特に、(1) MSR 指標を実証研究で利用する場合の問題、(2) モデルが単純化されており、現実の銀行のバランスシートの一部しか捉えられていないこと、(3) 危機時における投売り（fire sales）が外生的に扱われていることの3点に言及した。第2討論者のアリー・ツビンスキー（イェール大学）は、スメッツの指摘とは対照的に、むしろ、モデルをより単純化する方向性を推奨した。ツビンスキーは、マクロ・ショックが発生しうる不完備市場において、生産部門の意思決定が価格を所与として行われないうちに、たとえ市場が競争的であっても一般的に金銭的外部性が発生することを解説した。こうした金銭的外部性の応用例として、加藤モデルは、金融危機が非効率に多発する状況を説明していると位置づけた。

フロアから、オブストフェルドは、現実的には、公的部門による銀行救済への期待がオーバーレバレッジを招いたという金銭的外部性以外の可能性もあったのではないかと指摘した。ペリは、モデルの性質にかんがみ、規制の強さと危機発生頻度に関する実証分析が可能であり、かつ有用ではないかと発言した。チュンス・キム（韓国中央銀行）は、スメッツの指摘と同様に、MSR 指標の現実経済での利用可能性についてより具体的な説明を求めた。最後に、青木は、モデルの社会厚生上の含意について質問した。こうした質問・コメントに対して、加藤は、まず、シンプルな理論による明快な説明を優先するミクロ経済学と、実証分析での使いやすさや政策含意を重視するマクロ経済学との間のギャップが大きいことを指摘した。そのうえで、加藤は、MSR 指標は、(1) モデルの外から、何らかの目標値を設定したうえで、

8 詳細は、Kato and Tsuruga [2011] を参照。

観察値の目標値からの乖離を計測するか、ないしは、(2)構造モデルを現実のデータにカリブレートし、モデル上の最適値からの乖離を計測するという2つの方法で実証分析に利用可能であると回答した。最後に、マクロ経済学における標準的なモデルが想定してきたよりも、現実経済における金融危機の厚生的なコストは、おそらく大きいだろうと述べ、発言を締めくくった。

(5) Foreclosures, House Prices, and the Real Economy (担保物件の差押え、住宅価格と実体経済)⁹

ミアンは、担保物件の売却が住宅価格の下落や耐久財購入(住宅投資を含む)の減少を招くかどうか、米国の州レベル、および郵便番号(ZIPコード)レベルのデータを用いて実証的に検証した。住宅価格の下落が担保物件の売却を助長するという反対方向の因果性の影響による推計バイアスを除去するため、ミアンは、担保物件の売却に関する各州の法制度の違いに着目した。すなわち、担保物件の売却に司法手続きが必要で競売が相対的に困難な州とそうでない州とを比較すると、司法手続きが必要ではない州では、担保物件の売却件数が多く、住宅市場の悪化度合いも大きいことが判明した。ミアンは、こうした法制度の違いを操作変数として用いて、担保物件の売却の経済的な効果を推計し、今次金融危機における住宅価格の下落および耐久財購入の減少のうち、かなりの部分が担保物件の売却によって説明されると結論づけた。

第1討論者であるジョナサン・ケアンズ(オーストラリア準備銀行)は、住宅市場の活況が主として米国南部と東部の州に集中していたことを指摘し、担保物件の売却と住宅価格の真の関係を正しく検証するためには、州による違いを広範に調整して考察する必要があるのではないかと指摘した。加えて、司法手続きの差は、担保物件の売却件数よりも、担保物件の売却にかかる時間に影響を与えるのではないかと述べた。第2討論者である渡辺は、住宅価格指数を作成する際には、通常、差押えによる影響が排除されていることを指摘し、担保物件の売却と住宅価格の間に直接的なつながりがない可能性があることを述べた。また、1980年代の日本の住宅市場の例を取り上げ、住宅価格の変動が現在の米国よりも大きかった一方で、差押え物件の売却件数は少なかったことを示し、差押え物件の売却件数自体は、国ごとの違いを説明するのに重要ではないかもしれないとコメントした。

フロアからは、グッドフレンドやペリが、政策に対する何らかの含意を得るためには、実証分析だけではなく構造モデルを構築することが必要であると指摘した。グッドハートは、担保物件の売却に関する司法手続きがない州では住宅の購入やモーゲージによる貸付が推奨されており、その結果として、揺り戻しも大きくなったのではないかと述べ、各州の司法制度の違いがそもそも何に起因しているのか質した。また、グッドハートとウォーラーはともに、ローンガリコース・ローンカノン

9 詳細は、Mian, Sufi, and Trebbi [2011] を参照。

リコース・ローンかという違いも操作変数として用いるべきであると指摘した。グリックは、担保物件が差し押えられるまでの期間は、担保物件売却時のコストに影響を与え、かつ、その長さが州によって異なることを指摘し、この違いを操作変数として用いることを提案した。これに対して、ミアンは、司法手続きの法的起源に関する議論に触れ、法的枠組みは今次金融危機よりも前に定められたものであり、危機前のクレジット・ブームを説明するものではないと述べた。

5. パネル討論

グッドフレンドが座長を務めたパネル討論では、キム、西村、ウェーバー、ジャネット・L・イエレン（連邦準備制度、以下 Fed）が、「金融と実体経済の連関性と金融政策」という会議のテーマに即して自身の見解を述べ、続いてフロアを交えた一般討論が行われた。

パネル討論を始めるに当たり、まず、グッドフレンドは、学界と政策当局が意見交流することの重要性を改めて指摘した。そのうえで金融の安定について、物価の安定や中央銀行の独立性といった基本的な原則を犠牲にすることなしに、中央銀行は何をすべきであり、また、何をなすことができるのかという問いを投げかけた。

(1) パネリストによるプレゼンテーション

キムは、将来的に金融政策に、どのような機能を委ねていくべきかとのテーマで、自身の見解を述べた。まず、今次グローバル危機は、伝統的な金融政策の枠組み、とりわけインフレ目標政策に試練を与えたと論じた。そして、危機の予防は危機の事後対応よりも効率的であると指摘し、この点を踏まえると、金融政策はマクロプルーデンス政策によって補完される（empower）必要があると述べた。政策主体におけるガバナンスに関しては、マクロプルーデンス政策は金融政策と補完的であるため、中央銀行がマクロプルーデンス政策に関与すべきであると主張した。続いて、グローバルな流動性と資本移動に対応するために、韓国で検討されてきたマクロプルーデンス政策上の2つの取組みについて説明した。第1に、為替デリバティブの想定元本に対する上限規制を設けることで、投機的な外貨取引を抑制し、短期的な外貨建て負債の過度な蓄積を防ぐことを意図していると述べた。第2に、2011年後半から、預金を除く銀行の外貨建て負債を事実上の課税ベースとした「マクロプルーデンス賦課金（macroprudential levy）」を導入することを予定しており、これにより、満期構成のミスマッチを改善し、外貨調達の実効性を向上させることが期待されると論じた。

西村は、経済における過度な強気と弱気という現象の理解や識別の重要性を強調しながら、マクロ経済の安定化政策について論じた。まず、今日の経済理論は、資

産価格バブルを抑制したり迅速な回復をもたらしたりするという観点から、不十分であると指摘した。そして、過度に不安定な投資家心理に着目することの重要性を強調し、大きな経済変動をよりよく理解し識別するための2つの考え方を提示した。第1に、理論的な側面から、「驚きの回避 (surprise-aversion)」という概念を紹介し、新古典派的パラダイムからのわずかな乖離が、投資家心理に関して従来のものとは大きく異なり、かつ、より現実的な見方を提供すると論じた。具体的には、予測誤差について異なった後悔をする異質な投資家を考え、負(正)の驚きを強く回避する投資家は、数学的に計算される彼らの予測値よりも、低い(高い)予測値を申告する傾向をもち、弱気(強気)になることを示した。さらに、複雑さが申告のバイアスを増幅させることを示した。第2に、経験則による側面から、過度の楽観・悲観に関する早期警戒指標となりうる金融循環指標 (financial cycle indexes) についての論文を引用した¹⁰。この先行指標はBNPパリバ・ショックを14ヵ月前に予測し、遅行指標は経済の一時的後退と金融危機を識別すると論じた。

ウェーバーは、発言の冒頭で2つの問いを提示した。第1に、今次金融危機において、金融と実体経済の連関性がどのような形で顕現化したのかを、改めて問うたうえで、金融市場で発生した混乱が実体経済にグローバルに波及していった事実を指摘した。危機時における各国の金融政策対応は、前例のない政策手段も含め、迅速かつ協調的であったことから、金融市場から実体経済への負のフィードバックを封じ込めることができたかと評価した。第2に、金融危機からどのような教訓を学ぶことができたのかという問いを提示した。キムと同様に危機予防の重要性を指摘し、金利政策という単一の政策手段よりも広範な政策手段が必要であると主張した。また、金融の安定を確保するには、そのための固有の手段が必要であると論じ、マクロプルーデンス政策に言及した。この点に関し、金融政策は物価の安定に注力すべきであり、その他の目標のために過度の負担を課されるべきではないと論じた。最後に、インフレ目標値を高く設定する政策の効果、物価水準目標政策の効果、あるいは、名目金利のゼロ制約に伴う政策効果の限界が過度に強調されていることを批判した。

イエレンは、潜在的な金融の不均衡をFedがどのように評価するかという点を中心に発言した。金融政策が長期にわたって緩和的である時期には、警戒的にモニタリングを行うことが、とりわけ重要であると論じた。金融不均衡の拡大を検知するために、Fedは、金融不均衡に関連する指標を注視していると述べ、株価収益率や貸出スプレッドなどの図を紹介した。また、シンジケート・レバレッジ・ローンに関して、年金や投資信託が最近の回復に寄与しているものの、借換えを除くと新規借入需要は依然弱いとの認識を示した。レポ市場の動向からみても、レバレッジの回復は依然限定的であると述べた。さらに、Fedは、2010年6月に新たなサーベイ (Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms) を立ち上げ、伝統的な銀行部門の外側におけるレバレッジの動きの監視を強化していると述べるな

10 Kamada and Nasu [2011] を参照。

ど、新たな取組みを説明した。最後に、金融の不均衡に対処するために金融政策がどのように用いられるべきかについて、自身の見解を述べた。すなわち、危険な金融の不均衡が蓄積されていることが検知され、かつ、プルーデンス政策が効力をもたないという状況が発生した場合に限って、金融政策を用いることを支持するが、原則的には金融政策は最後の手段（last resort）と考えるべきであると主張した。

(2) 一般質疑

はじめに、グッドフレンドが各パネリストの発言内容に応じて個別に質問を行った。キムに対して、グッドフレンドは、韓国のマクロプルーデンス賦課金に期待されるメカニズムについてより詳しい解説を求めた。キムは、負債の満期構成に応じた賦課率を設定することで、短期的な外貨建て負債の蓄積を抑制することを狙いとしていると回答した。西村に対して、グッドフレンドは、中央銀行は、過度の強気・弱気といった人間の性質（human nature）に対して何らかの対処が可能かどうか質した。西村は、強気・弱気は人間の性質だけでなく報酬体系の影響も受けること、報酬体系の変更は金融市場の安定に寄与しうることを指摘した。ウェーバーに対して、グッドフレンドは、預金取扱機関に対する規制を厳格化すると、金融仲介機能がシャドーバンキングに移転してしまうリスクについて質問した。ウェーバーは、規制や監督は、業態別（by institution）ではなく業務別（by business line）に実施されるべきであると回答した。イエレンに対して、グッドフレンドは、固定的な長期債務を有する保険会社・年金基金に対しての望ましい規制・監督のあり方について質問した。イエレンは、保険会社には保険会社を管轄する監督機関が存在していること、Fed はこれら所管機関と金融の安定について頻繁に議論していると回答した。

続いて、パネル討論はフロアとの質疑応答に移った。ウェーバーがゼロ金利制約の重要性に疑問を呈したことに関連して、オブストフェルドは、驚きと懸念を示し、金利政策以外の政策手段は政治的問題をはらんでいることを指摘した。イエレンも、非伝統的金融政策には限界とリスクがあると付け加えた。西村は、非伝統的政策のような特殊な手段を実施する場合、金融市場や国民との対話が難しくなると指摘した。ウェーバーは、こうした意見に一定の理解を示しつつ、少なくとも経済学界においては、ゼロ金利制約は過度に強調されすぎてきたと論じた。

ヨルグ・デクレセン（IMF）とジャン・ピエール・ランダウ（フランス銀行）は、中央銀行が広範な責務（mandate）をもつことに伴う潜在的な利点とリスクについて質問した。ペセンティは、中央銀行に過度の責任と目的が課されると、中央銀行が準財政的な領域に踏み込まざるを得なくなる危険性に言及した。ウェーバーは、財政政策は意思決定までのラグが長いため、危機時においては、迅速な金融政策が消防団（fire brigade）としての役割を果たすことができると論じた。そして、そのためには、財政政策の長期的なコミットメントが不可欠であると付け加えた。また、金融の安定と物価の安定について、この2つの責務はこれまで相互に補完的と考えら

れていたが、相反するときもあると回答した。資産価格ブームに対しては適切な手段が選択されるべきであり、イエレンが論じたように、原則的に金利政策は最後の手段であるが、場合によっては、より迅速な行動が必要なケースもありうると述べた。これに対しイエレンは、物価安定の責務に加えて、中央銀行に金融の安定の責務を課すことには抵抗を感じると述べた。

金融不均衡の指標に関して、ミアンは、家計のレバレッジや経済主体間のレバレッジの分布の重要性について質問した。また、インフレ率を計測する際、賃金の伸びも考慮に入れられるべきではないかと質問した。イエレンは、家計のレバレッジも賃金の伸びも Fed は常に注視していると回答し、これらに加えてレバレッジの分布を考慮する価値があると述べた。ウェーバーは、欧州中央銀行（ECB）の金融分析（monetary analysis）に言及し、金融政策におけるリスク管理アプローチは、特に緩和的な金融政策のもとにおいて、これまで以上に重視されるべきであると論じた。

ロバート・ウッズ（イングランド銀行）は、マクロプルーデンス政策手段は裁量よりもルールに従って実行されるべきか、また実行可能かといった点について質問した。イエレンは、裁量よりもルールが望ましいと述べたうえで、厳格な自己資本規制や、流動性規制といった、金融システムのショック耐性を強化する方策や、反循環的な資本バッファ（counter-cyclical capital buffer）を支持すると回答した。理由として、こうした方策が一種の自動安定化装置として機能し、裁量的な監督への依存を最小化しようと論じた。

中央銀行の組織的側面に関連し、白川は、マクロプルーデンス政策を担うために人的資本をどのように育成していけばよいか質問した。ウェーバーは、中央銀行は既に質の高いリサーチ部署を有している反面、財政政策に関連する領域では、人的資本の育成が相対的には不足しており、今後の努力が必要とされていると返答した。マクロプルーデンス政策のガバナンスに関連して、ワン・シン（中国人民銀行）は、中央銀行と規制当局との間の役割分担について質問した。キムは、マクロプルーデンス政策は金融政策や規制とは代替的ではないと述べ、マクロプルーデンス政策は金融政策に対して補完的に用いられるべきであると論じた。

韓国における銀行の非預金外貨債務に対しての賦課金に関して、ランダウは、その他の政策手段との比較について質問した。キムは、賦課金は満期構成のミスマッチを調整するだけでなく、為替のボラティリティを抑制することをも企図したものであると述べた。ダンシンは、賦課金の有効性について質問した。キムは、賦課金はまだ実施されていないので、評価することができないが、為替デリバティブ規制については、韓国における短期的な資本流入を減少させたと評価した。ピエール・カルロ・パドアン（経済協力開発機構）は、資本市場の開放と不安定性のトレードオフをどのように調整すればよいか質問した。キムは、資本規制政策（capital control）とマクロプルーデンス政策の違いを理解することの重要性を強調し、賦課金はマクロプルーデンス政策として認識すべきであると述べた。

金融政策における国際協調について、青木は、金融政策の国際協調が、経済理論よりも現実の金融政策運営において重要視されていることを指摘し、経済理論にど

ういった要素が欠けているのか質問した。西村は、青木の見方に同意し、人々の行動を決定するうえで、金融の法律のおよび制度的な側面も重要であることを指摘した。西村の発言に関連して、フランク・パッカー（国際決済銀行）は、経済における過度の強気化・弱気化は、可変的なリスク選好度と何がしか関係があるのではないかと述べた。

参考文献

- 白川方明、「バブル、人口動態、自然災害」、『金融研究』第30巻第4号、日本銀行金融研究所、2011年、21～34頁（本号所収）
- オブストフェルド、モーリス、「国際流動性に関する財政的側面について」、『金融研究』第30巻第4号、日本銀行金融研究所、2011年、35～54頁（本号所収）
- グッドハート、チャールズ A. E.・デイミトリオス P. トゥソモコス、「マクロ経済学におけるデフォルトの役割」、『金融研究』第30巻第4号、日本銀行金融研究所、2011年、55～82頁（本号所収）
- Aoki, Kosuke, and Kalin Nikolov, “Bubbles, Banks and Financial Stability,” IMES Discussion Paper No. 2011-E-24, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2011.
- Gorton, Gary B., and Guillermo Ordoñez, “Collateral Crises,” IMES Discussion Paper No. 2011-E-25, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2011.
- Kamada, Koichiro, and Kentaro Nasu, “The Financial Cycle Indexes for Early Warning Exercise,” Bank of Japan Working Paper No. 2011-E-1, Bank of Japan, 2011.
- Kato, Ryo, and Takayuki Tsuruga, “Bank Overleverage and Macroeconomic Fragility,” IMES Discussion Paper No. 2011-E-15, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2011.
- Mian, Atif R., Amir Sufi, and Francesco Trebbi, “Foreclosures, House Prices, and the Real Economy,” IMES Discussion Paper No. 2011-E-27, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2011.
- Perri, Fabrizio, and Vincenzo Quadrini, “International Recessions,” IMES Discussion Paper No. 2011-E-26, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2011.

参考 1. プログラム

Wednesday, June 1, 2011

Morning

Opening Session

Chairperson: **Tomoo Yoshida**, Bank of Japan
Opening remarks: **Masaaki Shirakawa**, Bank of Japan

Keynote Speech: International Liquidity: The Fiscal Dimension

Keynote speech: **Maurice Obstfeld**, University of California at Berkeley

Session 1: Bubbles, Banks and Financial Stability

Chairperson: **Jean-Pierre Danthine**, Swiss National Bank
Paper presenter: **Kosuke Aoki**, University of Tokyo
Discussant: **Piti Disyatat**, Bank of Thailand
Discussant: **Christopher J. Waller**, Federal Reserve Bank of St. Louis

Session 2: Collateral Crises

Chairperson: **Reuven Glick**, Federal Reserve Bank of San Francisco
Paper presenter: **Gary B. Gorton**, Yale University
Discussant: **Kazuhiko Ohashi**, Hitotsubashi University
Discussant: **Javier Suarez**, CEMFI

Afternoon

Mayekawa Lecture: The Role of Default in Macroeconomics

Chairperson: **Kazuo Ueda**, University of Tokyo
Lecturer: **Charles A. E. Goodhart**, London School of Economics

Session 3: International Recessions

Chairperson: **Pier Carlo Padoan**, Organisation for Economic
Co-operation and Development
Paper presenter: **Fabrizio Perri**, University of Minnesota
Discussant: **Paolo Pesenti**, Federal Reserve Bank of New York
Discussant: **Etsuro Shioji**, Hitotsubashi University

Session 4: Bank Overleverage and Macroeconomic Fragility

Chairperson: **Jean-Pierre Landau**, Bank of France
Paper presenter: **Ryo Kato**, Bank of Japan
Discussant: **Frank Smets**, European Central Bank
Discussant: **Aleh Tsyvinski**, Yale University

Morning

Session 5: Foreclosures, House Prices, and the Real Economy

- Chairperson: **Ryuzo Miyao**, Bank of Japan
Paper presenter: **Atif R. Mian**, University of California at Berkeley
Discussant: **Jonathan Kearns**, Reserve Bank of Australia
Discussant: **Tsutomu Watanabe**, Hitotsubashi University and
University of Tokyo

Policy Panel Discussion

- Moderator: **Marvin Goodfriend**, Carnegie Mellon University
Panelists: **Choongsoo Kim**, Bank of Korea
Kiyohiko G. Nishimura, Bank of Japan
Axel A. Weber, Deutsche Bundesbank (formerly)
Janet L. Yellen, Board of Governors of the Federal
Reserve System

参考 2. 参加者リスト

Guillaume Adamczyk	Bank of France
Masayoshi Amamiya	Bank of Japan
Kosuke Aoki	University of Tokyo
Michio Ayuse	Bank of Japan
R. Anton Braun	Federal Reserve Bank of Atlanta
Choy Keen Meng	Monetary Authority of Singapore
Alberto Cogliati	Bank of Italy
Jean-Pierre Danthine	Swiss National Bank
Jorg Decressin	International Monetary Fund
Jakob de Haan	Netherlands Bank
Piti Disyatat	Bank of Thailand
Junichi Fujimoto	University of Tokyo
Ippei Fujiwara	Bank of Japan
Reuven Glick	Federal Reserve Bank of San Francisco
Marvin Goodfriend	Carnegie Mellon University
Charles A. E. Goodhart	London School of Economics
Yuksel Gormez	Central Bank of the Republic of Turkey
Gary B. Gorton	Yale University
Diwa Guinigundo	Bangko Sentral ng Pilipinas
Craig Hakkio	Federal Reserve Bank of Kansas City
Hisashi Harui	Kwansei Gakuin University
Masazumi Hattori	Bank of Japan
Yasuhiro Hayasaki	Financial Services Agency, Japan
Ryozo Himino	Financial Services Agency, Japan
Yasuo Hirose	Keio University
Akinari Horii	The Canon Institute for Global Studies
Kaoru Hosono	Gakushuin University
Nobuo Inaba	Ricoh Company, Ltd.
Kazumasa Iwata	Japan Center for Economic Research
Keimei Kaizuka	University of Tokyo
Hidetoshi Kamezaki	Bank of Japan
Takanori Kamibayashi	Tokyo International University
Jong-Gu Kang	Bank of Korea
Takashi Kano	University of Tokyo
Ryo Kato	Bank of Japan
Jonathan Kearns	Reserve Bank of Australia

Choongsoo Kim	Bank of Korea
Dongkyoon Kim	Bank of Korea
Nobuyuki Kinoshita	Bank of Japan
Yukinobu Kitamura	Hitotsubashi University
Teruyoshi Kobayashi	Kobe University
Junko Koeda	University of Tokyo
Yutaka Kurihara	Aichi University
Samu Kurri	Bank of Finland
Jean-Pierre Landau	Bank of France
Pilar L'Hotellerie-Fallois Armas	Bank of Spain
Yoichi Matsubayashi	Kobe University
Klaus Merk	Deutsche Bundesbank
Atif R. Mian	University of California at Berkeley
Ryuzo Miyao	Bank of Japan
Yoshihisa Morimoto	Bank of Japan
Yoshikazu Morimoto	Bank of Japan
Budi Mulya	Bank Indonesia
Junichi Nakamura	Development Bank of Japan, Research Institute of Capital Formation
Masahiko Nakazawa	Ministry of Finance Japan
Ng Heng Tiong	Monetary Authority of Singapore
Kiyohiko G. Nishimura	Bank of Japan
Shin-Ichi Nishiyama	Tohoku University
Tadashi Nunami	National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS)
Maurice Obstfeld	University of California at Berkeley
Nobuyuki Oda	Bank of Japan
Masao Ogaki	Keio University
Kazuo Ogawa	Osaka University
Kazuhiko Ohashi	Hitotsubashi University
Mitsuaki Okabe	Meiji Gakuin University
Tatsuyoshi Okimoto	Hitotsubashi University
Yuri Okina	Japan Research Institute
Tsunao Okumura	Yokohama National University
Arito Ono	Mizuho Research Institute
Frank Packer	Bank for International Settlements
Pier Carlo Padoan	Organisation for Economic Co-operation and Development
Fabrizio Perri	University of Minnesota

Paolo Pesenti	Federal Reserve Bank of New York
Annelise Riles	Cornell University
Ryan Rizaldy	Bank Indonesia
Mototsugu Shintani	Vanderbilt University
Etsuro Shioji	Hitotsubashi University
Sayuri Shirai	Bank of Japan
Masaaki Shirakawa	Bank of Japan
Frank Smets	European Central Bank
Javier Suarez	Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI)
Miyako Suda	The Canon Institute for Global Studies
Nao Sudo	Bank of Japan
Eddy Sulaeman Yusuf	Bank Indonesia
Sun Yushi	People's Bank of China
Michio Suzuki	University of Tokyo
Hiroo Taguchi	Hosei University
Wataru Takahashi	Bank of Japan
Yosuke Takeda	Sophia University
Kenshi Taketa	Aoyama Gakuin University
Hiroki Tanaka	Bank of Japan
Takayuki Tsuruga	Kyoto University
Aleh Tsyvinski	Yale University
Kazuo Ueda	University of Tokyo
Kozo Ueda	Bank of Japan
Christopher J. Waller	Federal Reserve Bank of St. Louis
Wang Xin	People's Bank of China
Toshiaki Watanabe	Hitotsubashi University
Tsutomu Watanabe	Hitotsubashi University and University of Tokyo
Wako Watanabe	Keio University
Axel A. Weber	Deutsche Bundesbank (formerly)
Robert Woods	Bank of England
Tomoaki Yamada	Meiji University
Hirohide Yamaguchi	Bank of Japan
Kenzo Yamamoto	Bank of Japan
Janet L. Yellen	Board of Governors of the Federal Reserve System
Tomoo Yoshida	Bank of Japan

