

# 「金融政策：教訓と課題」 2017年国際コンファランスの様

## 1. はじめに

日本銀行金融研究所は、2017年5月24、25日に日本銀行本店において、「金融政策：教訓と課題（Monetary Policy: Lessons Learned and Challenges Ahead）」をテーマとする2017年国際コンファランスを開催した<sup>1</sup>。学界、中央銀行、国際機関から、約90名の参加者を迎え、非伝統的金融政策の手段や効果等について、近年の主要国の経験からの教訓および今後の課題を議論した。

本コンファランスは黒田東彦（日本銀行）の開会挨拶で始まり、前連邦準備制度理事会議長のベン・S・バーナンキ（ブルッキングス研究所）が前川講演を、金融研究所海外顧問のマーク・ガートラー（ニューヨーク大学）が基調講演を行った。論文報告セッションでは、ジェフリー・C・ファーラー（ボストン連邦準備銀行）、ベンジャミン・モール（プリンストン大学）、ケネス・D・ウェスト（ウイスコンシン大学マディソン校）、加藤涼（日本銀行）によって4つの研究成果が発表され、コンファランスの参加者も交えて、議論が繰り広げられた。金融研究所海外顧問のマービン・グッドフレンド（カーネギー・メロン大学）を座長とする政策パネル討論では、チャールズ・L・エバンス（シカゴ連邦準備銀行）、中曾宏（日本銀行）、フランク・スメッツ（欧州中央銀行）がパネリストを務めた。

.....  
本稿は“Monetary Policy: Lessons Learned and Challenges Ahead Summary of the 2017 BOJ-IMES Conference Organized by the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan,” *Monetary and Economic Studies*, 35 (forthcoming) の日本語版である（文責：日本銀行金融研究所）。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マーク・ガートラー教授とマービン・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。所属はコンファランス開催時点のもの。

## 2. 開会挨拶<sup>2</sup>

開会挨拶において、黒田は、金融理論と金融政策実務の最先端における主要な3つの研究課題を提示し、本コンファレンスにおける基調講演や4つの報告論文もこれらの課題に取り組んでいることを述べた。

第1の研究課題として、黒田は、インフレ動学とインフレ予想の動学に焦点を当てた。情報の硬直性の役割などインフレ予想の持続的な動学特性に関するミクロ的な基礎付けについて、さらなる研究が求められていることを指摘した。第2の研究課題として、自然利子率の低下に言及した。自然利子率の低下基調が、名目金利の実効下限制約（effective lower bound）とあいまって、多くの先進国における中央銀行に、新たな非伝統的金融政策手段の導入を踏み切らせてきたと述べた。第3の研究課題として、異質的な経済主体を考慮したマクロ経済学と金融政策の分配効果に触れた。金融政策は不平等に対処するために適した手段ではないが、中央銀行は金融政策の分配面にもたらす効果を見無視すべきではなく、それがマクロ経済全体に対して何らかの影響を持ちうる場合にはなおさらであると述べた。

最後に、本コンファレンスを「抽象的な金融理論と実務的な政策課題の双方を高レベルで寄り添わせ、闊達な議論ができる場」と評したモーリス・オブストフェルドの言葉を引用したうえで<sup>3</sup>、黒田は、本年のコンファレンスが中央銀行のより効果的な政策運営に資する深い洞察を提供してくれることを期待すると述べた。

## 3. 前川講演：Some Reflections on Japanese Monetary Policy (日本の金融政策に関する一考察)<sup>4</sup>

バーナンキは、日本銀行の政策運営に関する自身の過去の提言を振り返り、時を経てどう評価されるべきか回顧を行った。足もとの日本経済が好調であるにもかかわらず2%のインフレ目標が達成されていないことについて、金融政策が景気後退ショックに対応する能力を取り戻し、将来の経済の安定性を一段と高めるためにも、インフレ目標の達成を追及し続けることが重要であると改めて強調した。この点に関連し、日本の極めて低い均衡実質金利や過去の金融政策の遺産が相互に影響し合い、日本銀行のインフレ目標への早期達成を阻害しているのではないかとの見

2 詳細は、黒田 [2017] を参照。

3 モーリス・オブストフェルドは、金融研究所の前海外顧問であり、現在は国際通貨基金のチーフエコノミストを務めている。

4 詳細は、バーナンキ [2017] を参照。

方を示した。最後に、経済に著しい不測の事態が生じ、さらなる対応が必要となった場合の政策オプションとして、金融政策当局と財政当局との新たな政策協調が有望であると述べた。具体的には、①政府が新規の財政支出と減税にコミットすること、②中央銀行がその政策から生じる政府債務残高対 GDP 比への影響を打ち消すために必要な手段をとると約束することを提案した。

フロアから、金融政策と財政政策の協調に関して、多数の質問がなされた。岩田一政（日本経済研究センター）は、金融引締め過程で発生する可能性のある、大量資産買入プログラムに伴う財政的な費用について、金融政策当局と財政当局はどのように認識を共有しうるのであるのか尋ねた。バーナンキは、足もとの積極的な金融緩和から生じるインフレによって、日本銀行は現在の政策から脱却することが可能になると同時に、中央銀行と政府のバランスシートを統合して財政状況を考えれば、財政的な問題の深刻さが緩和されることになるだろうと答えた。伊藤隆敏（コロンビア大学兼政策研究大学院大学）とフランツ・ヴァルデンベルガー（ドイツ日本研究所）は、財政規律の弛緩や極端なケースとしてハイパー・インフレのリスクに対する懸念を表明した。バーナンキは、中央銀行と財政当局との間において金融と財政の政策協調の条項を明確に策定することが重要であり、このことによって財政規律も確保されると主張した。加えて、中央銀行はインフレを制御する方法を熟知しており、インフレはリスクではなく、現時点ではむしろ望ましい目標であると付言した。

日本の労働市場や物価に関しても、いくつかの質問とコメントがなされた。マイケル・ドツィ（フィラデルフィア連邦準備銀行）と河合正弘（東京大学）は、賃金・価格のインフレ率が高い均衡状態への移行に関してバーナンキに説明を求めた。バーナンキは、日本における春闘交渉（annual wage bargaining）への政府の介入や、前述の自身の提言に沿った金融政策と財政政策の協調を通じた総需要の刺激に言及した。浜田宏一（イェール大学）は、現政権における経済政策が失業率の引下げという面では上手くいっている点を強調し、物価水準に関する問題がわが国のマスコミやエコノミストによって誇張されていると述べた。

植田和男（共立女子大学兼東京大学）は、イールドカーブ・コントロールの導入によって、日本銀行による日本国債の購入ペースが、その鈍化も含めて、内生的に決定されるようになったことの含意について尋ねた。バーナンキは、イールドカーブ・コントロールのもとで、購入ペースがすでに内生的に鈍化していることを認めつつ、それらはテーパリングや金融引締めではないと答えた。また、日本銀行が大量の日本国債を購入せずとも目標とする利回りを達成できることは、イールドカーブ・コントロールの利点であると強調した。

#### 4. 基調講演：Rethinking the Power of Forward Guidance— Lessons from Japan—（フォワード・ガイダンスの有効性 の再検討—日本からの教訓—）<sup>5</sup>

ガートラーは、日本においては、2013年3月の黒田総裁就任以降の先進的な金融政策によってすら、流動性の罍から脱却するリフレーションの過程に予想以上の時間を要していると論じた。続けて、世界的にみられている持続的な低インフレと実体経済の弱さは、標準的なマクロ経済モデルによっては上手く説明できていないと主張した。その典型的な例として、「フォワード・ガイダンス・パズル（forward guidance puzzle）」、すなわち、中央銀行が金融政策の将来経路に関してコミットすること（フォワード・ガイダンス）によって、経済や物価が流動性の罍から現実にはみられないほど急速に回復するとの結論が導かれるというパズルに言及した。

モデルと現実の緩慢な景気回復・リフレーションとの乖離を考察するうえで、ガートラーは、2016年のジャクソンホール会議における黒田による講演（黒田[2016]）に沿って、適合的期待が果たす役割を強調した。そして、標準的なニューケインジアン・モデルに適合的期待と合理的期待を組み合わせたハイブリッド型モデルを提示した。このハイブリッド型モデルは、2015年における日本の経験、すなわち、商品価格の世界的な低下がインフレ率を押し下げ、トレンド・インフレに対する期待を打ち砕いたことを適切に描写すると論じた。

ガートラーは、日本の経験から得られる主な教訓の1つとして、インフレ率が2%にアンカーされた歴史に乏しいからこそ、多くの経済主体がある程度の物価上昇を実際に目にすることが、一層の物価上昇を信じるためにも必要であると指摘した。講演の結びで、日本銀行にとっての最善の策は、現在の積極的な金融政策を続けながら、何がしかの幸運（海外からの好ましいショック）を待つことであると述べた。

.....  
5 詳細は、ガートラー [2017] を参照。

## 5. 論文報告セッション

### (1) Japanese and U.S. Inflation Dynamics in the 21st Century (21世紀の日本と米国のインフレ動学について)<sup>6</sup>

ファーラーは、過去20年間の日本と米国のインフレ率とインフレ予想の動学に関する分析を報告した。分析の大きな特徴の1つとして、ニューケインジアン・タイプの準構造型 (semi-structural) モデルの推計を行う際に、短期と長期のインフレ予想の代理変数としてサーベイ予想を用いたことを強調した。まず、インフレ動学は短期のインフレ予想で十分に説明できるとの実証分析結果を示した。そのうえで、先行研究と異なり、インフレ動学の説明にインフレ率のラグ項は必要ではないと論じた。さらに、分析の主たる結論として、短期のインフレ予想は長期のインフレ予想にアンカーされる一方、短期のインフレ予想に内在する慣性や、産出ギャップに関する予想次第では、長期のインフレ予想から乖離し続けることがあると述べた。これに関連して、日本の短期インフレ予想に内在する慣性の度合いは、米国の2倍以上にのぼると指摘した。最後に、準構造型モデルを用いたシミュレーション結果を示し、日本銀行によるバランスシートの拡大は短期のインフレ予想および実際のインフレ率の両者を引き上げたと報告した。

討論者の新谷元嗣 (東京大学) は、以下の3点をコメントした。第1に、短期インフレ予想の動学の定式化について、報告論文とFuhrer [2012] においては差異があることに言及し、2種類の定式化は大きく異なる政策的含意をもたらすと述べた。第2に、報告されたモデルと近年研究が盛んなトレンド・インフレ・モデルとの関係に言及した。最後に、短期のインフレ予想に内在する慣性の源泉について尋ねた。これら3点のコメントに対し、ファーラーは、まず、自身の過去の分析結果は、今回報告した定式化を支持していると返答した。次に、自身のモデルは、トレンド・インフレ・モデルよりも、インフレ予想と金融政策との関係をより真摯に考慮していると論じた。最後に、情報選別問題 (filtering problem) を慣性の源泉の1つとして指摘するとともに、慣性の源泉をより良く理解するために、人々の期待形成について分析を行うことの重要性を強調した。

フロアから、ガートラーは、サーベイ予想をマクロ経済モデルの構築に用いることは正しい方向への取組みであると述べた。そのうえで、次のステップとして、サーベイ予想の予測誤差に高い系列相関が生じることのメカニズムを明らかにすべきと提案した。この点に関連し、ジョン・マクダーモット (ニュージーランド準備

.....  
6 詳細は、Fuhrer [2017] を参照。

銀行)は、サーベイ予想が政策アナウンスメントや政策変更に対してどのように反応するのかを尋ねた。これに対し、ファーラーは、ルーカス批判に関する懸念、すなわち、サーベイ予想の反応は政策レジームの変更に応じて変化するかもしれないとの懸念を示した。ジェームス・ブラード(セントルイス連邦準備銀行)は、財政政策がインフレ動学に与える影響について、サーベイ予想を用いて分析することの重要性を強調した。浜田は、インフレ動学を国際比較する際には、労働市場の構造における国際的な違いを勘案すべきであると論じた。ファーラーは、日本のインフレ予想における高い慣性は、同国のインフレに関する歴史に根差している可能性があるなどと応じた。

## (2) Monetary Policy According to Heterogeneous Agent New Keynesian (HANK) Models (家計の異質性を考慮したニューケインジアン・モデルによる金融政策)<sup>7</sup>

モールは、家計の異質性を考慮したニューケインジアン(heterogeneous agent New-Keynesian: HANK)モデルと、代表的個人を仮定したニューケインジアン(representative agent New-Keynesian: RANK)モデルにおける金融政策の効果を比較した。まず、2つのモデルにおける政策波及メカニズムについての顕著な2つの違いを述べた。第1に、HANKモデルにおいては、RANKモデルと比べて、利下げの直接的な効果(異時点間代替の効果)が小さくなる一方、間接的な効果(一般均衡を通じた所得増加の効果)が大きくなることである。第2に、HANKモデルにおいては、リカードの等価性が成立しないため、金融政策に対する財政政策の反応がマクロ経済の変動を決定付ける重要な要因となることである。さらに、金融政策ショック全体の影響が、ショックの持続性が弱まるにつれて小さくなることから、HANKモデルには「フォワード・ガイダンス・パズル」を解決する可能性があることを述べた。最後に、中央銀行に対する含意として、所得、雇用、投資の増加といった、一般均衡を通じた間接的な政策波及効果の重要性を中央銀行は認識すべきであることを指摘した。

討論者のボリス・クルネード(経済協力開発機構)は、分析手法の先進性と政策含意の豊富さの双方から報告論文を称賛したうえで、将来的な研究の方向性として以下の2点を提示した。第1に、本研究の精緻な一般均衡モデルを応用して、不平等に対する金融政策の影響を評価することを示唆した。このような応用により、静学的な部分均衡モデルを用いた先行研究における結果の頑健性を確かめることができると論じた。第2に、国によって国民の所得と資産のばらつきが異なることを踏

7 詳細は、Kaplan, Moll, and Violante [2017]を参照。

まえ、各国横断的に結果を比較することの必要性を強調した。

フロアから、グッドフレンドは、報告されたモデルにおいて、自然利子率を考慮に入れ、その趨勢的な低下について何らかの結論を導くことの可能性を尋ねた。モールは、自然利子率についてはまだ取り組んでいないが、将来的にそのような分析も技術的に可能となるツールを開発したところであると述べた。R・アントン・ブラウン（アトランタ連邦準備銀行）は、HANK モデルにおける最適な金融政策は、RANK モデルにおけるそれと異なるか否かを質問した。モールは、分析を拡張して最適な金融政策を分析することの重要性に同意する一方で、異質的な家計を考慮した社会厚生を算出することには困難が伴う点を指摘した。ジャン・マーク・バーク（オランダ銀行）は、資産や所得における格差の変化が、世界中で観察されている説明が難しい低インフレ環境をどの程度説明できるか質問した。モールは、質問に明確に答えることは難しいとしつつも、資産と所得の分布はインフレ率にとって重要な要素であろうと回答した。

### (3) Some Evidence on Secular Drivers of U.S. Safe Real Interest Rates (米国実質金利の長期的な変動要因)<sup>8</sup>

ウェストは、米国における実質金利と 21 種類の説明変数の間の長期的な相関関係を分析した実証研究を報告した。各変数は、異時点間の投資・貯蓄（investment and saving: IS）式、総投資・総貯蓄の間に成り立つ関係、過去の実証分析などに基づいて選択されていると説明した。1890～2015年の年次データについて、ロー・パス・フィルターなど長期的な相関を計測する複数の手法を用いて分析した結果<sup>9</sup>、実質金利は、40～64歳までの人口比率と負の相関にあることが示された。この結果は、中年世代の労働者が貯蓄を積み上げることによって、実質金利を低下させたことを示唆している。さらに、名目債への1期間の投資に対する1階条件からは、生産性と実質金利の間に正の相関があることが示唆されるが、そのような相関は見出されなかったと付言した。最後に、2025年の米国の実質金利について、それぞれの説明変数による単回帰式に基づいて21の異なる予測値を求めたところ、その中央値は0.55%となったことを報告した。

討論者のピティ・ディスヤタット（タイ中央銀行）は、自身の研究に基づき、超長期時系列においては、説明変数間の関係が時期によって一定ではない可能性を指摘した。また、実際の実質金利は、IS式に従って決定されるというよりは、中央銀行の金融政策やそれに対する投資家の期待、リスク認識やリスク選好度などの金融

8 詳細は、Lunsford and West [2017] を参照。

9 ロー・パス・フィルターとは、データの長い周期（低周波数）の変動のみ維持するフィルター。

市場における相互作用によって決定されることを強調した。本研究の共著者であるカート・ランスフォード（クリーブランド連邦準備銀行）は、データをより短い期間に分割することによってサブ・サンプルにおける変数間の関係の不安定性を回避することと、変数間の長期的な相関関係を抽出することには、難しいトレードオフがあると返答した。

フロアから、ガートラーは、米国以外の国についても同じ結果が得られるかを質した。ウェストは、自分自身ではまだ分析を行っていないものの、デイスヤタットの研究によれば、多くの国において人口動態は実質金利と関係していると応じた。ブラウンは、安全資産の実質金利と、実質資本収益率の差として定義される、金融ウェッジ（financial wedge）についての先行研究（Hall [2013]）を引用しつつ、金融市場で決定される実質金利の重要性を指摘したデイスヤタットのコメントに同意した。グッドフレンドは、近年の先進国においては、財政支出の拡大に伴って政府債務が膨張していることを背景に、家計が将来的な税上げを見越して貯蓄行動を変化させ、その影響を受けて実質金利と人口動態の間関係も変化している可能性があることを示唆した。

#### (4) Market Concentration and Sectoral Inflation under Imperfect Common Knowledge (不完全共有知識下における産業レベルのインフレ動学の特徴)<sup>10</sup>

加藤は、米国と日本のデータを用いて産業レベルのインフレ率の慣性の決定要因について議論した。まず、産業レベルのインフレ率の慣性には、①産業間で大きなばらつきがあることと、②各産業内の市場寡占度と負の相関があることとの実証事実を示した。そのうえで、これらの実証結果を説明する仮説として、独占的競争下にある企業がそれぞれ、費用ショックについての私的シグナルを受け取りながら価格設定を行うという動学的確率的モデルを提示した。モデルの特徴として、ある産業内で市場寡占度が低下すると、当該産業内での企業間の戦略的補完性が上昇する点を強調した。費用ショックが不完全共有知識になっている場合、市場寡占度が低い産業における各企業の価格設定は、限界費用に対する高次期待（higher-order expectations）に一段と大きく依存することを指摘した。そのような産業においては、費用ショックへの反応としての価格調整はごく緩慢なものにとどまり、その結果、インフレ率の慣性も高くなると結論付けた。

討論者のマクダーモットは、計量経済学的な論点をいくつか指摘した。各産業の特性の差異を制御する変数を用いることの重要性を強調するとともに、決定係数の

.....  
10 詳細は、Kato and Okuda [2017] を参照。



低さへの懸念を表明した。さらに、より重要な論点として、市場寡占度と産業レベルのインフレ率の慣性に負の相関があるとの主張は、ニュージーランドのデータを用いた研究を含む複数の先行研究の結果と矛盾しているようにみえるとの疑問を呈した。すなわち、複数の実証研究が、寡占度が高い産業ほど価格が粘着的になることを示しており、市場寡占度は産業レベルのインフレ率の慣性と正の相関を持ちうることを示唆していると論じた。これに対し加藤は、分析に用いたサンプル数は先行研究よりも大きいため、実証分析結果は頑健であることを強調した。また、決定係数が低いことについては、観察できない変数の存在が原因となっている可能性があるとの認識を示した。さらに、実証研究では価格が粘着的になるほどインフレ率の慣性が低くなると述べられていることを補足説明し、論文の主張は既存の実証研究と矛盾しないと付言した。そのうえで、理論と実証の両面において、価格改定頻度とインフレの慣性を注意深く区別する必要があると強調し、議論を締めくくった。

フロアから、ガートラーは、①価格の粘着性ではインフレ率の慣性を説明できないこと、および、②理論的には高次期待がインフレ率の慣性を生み出す際に重要な役割を果たしうることに同意すると述べた。ファーラーは、マークアップ・ショックなど費用ショック以外のショックが産業レベルのインフレ率の慣性に与える影響が分析可能となるよう、モデルの拡張を提案した。北村行伸（一橋大学）は、売り手側の寡占度だけでなく、買い手側の寡占度も産業レベルのインフレ率の慣性に影響を与えているのではないかとの見方を提示した。本多佑三（関西大学）は、異常値が回帰分析の結果に影響を与えているのではないかとの懸念を示した。

## 6. 政策パネル討論

グッドフレンドを座長とする政策パネル討論では、エバンス、中曾、スメッツの3名のパネリストが非伝統的金融政策の手段や効果等に関する最近の経験を述べ、得られた教訓と今後の課題について議論した。

### (1) パネリストによるプレゼンテーション

中曾は、「量的・質的金融緩和 (Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE)」から最近の「長短金利操作付き QQE」に至る 2013 年以降のわが国の金融政策によって得られた 3 つの教訓について議論した。第 1 に、インフレ予想の形成メカニズムを理解することの重要性を強調した。わが国では、他国と比べて、過去のイン

フレ実績が、短期や長期のインフレ予想の形成に極めて大きな影響を及ぼすことを示した。第2に、マイナス金利政策と大規模な国債買入れの組み合わせにより促されたイールドカーブの過度な低下やフラット化がもたらした副作用に言及した。そのようなイールドカーブの過度なフラット化は、金融仲介機能を低下させるリスクをはらんでいることを付言した。第3に、長短金利操作付きQQEに至るまでの日々の金融市場調節を通じて得られた経験から、マイナス金利政策と大規模な国債買入れによってイールドカーブ全体を操作しうることが示されたと述べた。そのうえで、新しい金融政策の枠組みである長短金利操作付きQQEは、そのような教訓に基づいて導入されたと述べた。最後に、①望ましくない水準にまで低下したインフレ予想の引上げ、②イールドカーブの最適な水準と形状、③イールドカーブ・コントロールが市場機能に及ぼす影響という3つの論点に関する理解を深めていくことを将来的な課題として指摘し、議論を締めくくった。

エバンスは、今般の金融危機および大不況における米国の経験から得られた3つの教訓を議論した。第1に、目標達成重視型の政策（outcome-based policies）が、危機時においては平時に比べ極めて重要となり、ゼロ金利制約に直面した状況では必要不可欠であると指摘した。さらに、信認の獲得や政策目標の最終達成には、目標を明確に掲げるとともに、「やれることは何でもやる（do whatever it takes）」という姿勢を示すよう行動することが重要であると述べた。第2に、上下双方向に対称的なインフレ目標は難しい目標であると主張した。1970年代の高インフレ傾向を修正した保守的な中央銀行にとって、一時的かつ制御されたものであったとしても、今では、インフレ率が目標を上回ることは許容し難しくなっているだろうと述べた。そのため、保守的な中央銀行は過剰に制約的な金融環境を志向し、最適な水準を下回るインフレ率をもたらす可能性がある。そのような場合において、インフレ目標は上下双方向に対称的なものではなく、上限（ceiling）になるだろう。第3に、均衡政策金利が低位で推移するもとは、ゼロ金利制約に直面するリスクがしばらくの間は高まるため、結果として、リスク管理の視点を欠かさないことが、当面の金融政策決定において重要な鍵になると論じた。

スметツは、過去3年間において欧州中央銀行が導入した多様な政策手段から得られた教訓を議論した。一連の政策手段は、政策金利のゼロ制約に加え、伝統的な金融政策の波及メカニズムの機能低下に対処するために設計されたと述べた。続いて、これらの金融緩和政策パッケージがもたらした成果について幅広く俯瞰し、さまざまな政策手段が相互補完的に機能したと論じた。例えば、マイナス金利政策は、銀行の収益性を大きく悪化させることなく、資産買入プログラムによるポートフォリオ・リバランス効果を強化した。また、資産買入プログラムは、そのシグナル効果を通じてフォワード・ガイダンスの効果を強めた。さらに、条件付長期リファイナンス・オペは、銀行による貸出機能の悪化を緩和することを通じて、金利

政策と資産買入プログラムの両方の効力を向上させた。

## (2) 一般質疑

グッドフレンドは、今般の金融危機後に導入された非伝統的金融政策のもとで、将来的にどのようなことが起こりうるのかに関して、3人のパネリストに対し、いくつかの質問を提示した。

最初に、グッドフレンドは中曾に対して、①中央銀行の資産買入れによる金利低下圧力は、社債発行の増加による金利上昇圧力によって相殺されていることはないか、②日本国債における金利の低下について、タームプレミアムまたは先行きの短期金利予想のどちらが影響しているのか、③なぜ日本においては、マイナス金利政策によって銀行収益が欧州よりも大きく悪化するのかと質問した。中曾は、質問①に対し、日本では債券市場の全体的な需給は逼迫したままであるほか、社債と国債の間のスプレッドにもほとんど変化がみられていないと説明した。質問②に関しては、タームプレミアムの低下の方が金利低下に対して相対的に大きく寄与しているが、マイナス金利政策の導入は大きな転換点（game changer）になったと回答した。さらに、2016年9月に日本銀行が公表した「総括的な検証」における分析を引用し、1単位あたりの国債買入れがイールドカーブに及ぼす影響は、同政策の導入以降、非常に強力となっていることを示した。最後に、質問③については、日本においては、銀行セクターの構造的な特性を主な背景として、マイナス金利政策によって預貸利鞘がより一層縮小したことを指摘した。すなわち、本邦の商業銀行は、主たる顧客基盤となっている個人預金者に配慮して、預金へのマイナス金利の適用を著しく敬遠していることを説明した。

次に、グッドフレンドはエバンスに対して、①米国においては、どのような状況下でマイナス金利導入を考慮するのか、②2013年5月のテーパー・タントラム（Taper Tantrum）はなぜ発生したのかと質問した。質問①に対し、エバンスは、マイナス金利政策の選択については、日本銀行のケースが良い参考事例となっているが、米国経済はそのような状況にまだ至っていないと述べた。質問②に関しては、一部の市場参加者の行動変化を指摘した。すなわち、2013年5月以前には、彼らは連邦準備制度理事会による資産買入政策の変更を非常に遠い将来のものと考えており、過剰にリスクをとっていたが、2013年5月に、自らのポジションの潜在的なリスクを認識してこれらのリスクを債券価格に織り込んだ。このポジション変更によって、今度は長期金利の急騰が引き起こされた。

最後に、グッドフレンドはスメッツに対して、①なぜ欧州中央銀行は2014年にマイナス金利政策を導入したのか、②マイナス金利政策の銀行収益への負の影響

は、なぜユーロエリアではそれほど顕著ではないのかと質問した。スメッツは、質問①に対し、①いくつかの他の中央銀行が既にマイナス金利政策を導入していたこと、②中期的なインフレ率見通しが悪化したこと、の2点が、マイナス金利政策を導入した背景であると回答した。質問②については、政策金利から金融機関の預金金利へのパススルーの程度が欧州では大きかったことを理由として指摘した。

パネリストからの回答の後、コンファランス参加者を交えた一般討論が行われた。まず、河合とエムラ・シェネル（トルコ共和国中央銀行）は、米国の金融政策の波及効果に関連して、テーパー・タントラムから得られた教訓について質問した。エバンスは、中央銀行によるすべての政策行動はその中央銀行固有の使命のもとで決定されるものであり、それは他のいくつかの国の経済状況とは同調していない可能性を内包していることから、中央銀行間の政策協調は難しい問題であると回答した。エバンスの回答に関連して、中曾は、中央銀行間での協調の一例として、新興国における企業や銀行のドルの流動性ポジションに関して意見交換することが挙げられると付言した。

スメッツのプレゼンテーションに関連して、クルネードは、マイナス金利政策が銀行の収益性に及ぼす影響は、なぜ個別銀行間で異なるのか、また、それは金融システムの安定性にどのような含意があるのかと質問した。さらに同様の文脈で、ジョン・サイモン（オーストラリア準備銀行）は、全パネリストに対し、中央銀行は、自らの緩和政策が金融の安定性に懸念を生じさせるような不適切なリスクテイク行動を引き起こす可能性について、どの程度留意すべきなのか質した。スメッツは、クルネードに対して、ユーロエリア内における銀行の異質性を指摘し、それによってマイナス金利のもとでも銀行間市場が十分に機能し、流動性が不足している銀行も、過剰流動性を有する投資銀行から十分に低利で調達することが可能となっていることを説明した。サイモンの質問について、中曾は、日本銀行では年に2回公表している金融システムレポートにおいて金融システムの健全性を確認しており、今のところ、金融経済活動における過熱感や金融仲介機能の低下の兆しは窺われていないと回答した。また、エバンスは、金融政策当局は、金融システムの安定性を脅かすリスクに対処するために、財政当局や金融規制当局と協調することが必要であると述べた。

フロアからは、このほかにもさまざまなテーマに関して質問が寄せられた。パオロ・ペセンティ（ニューヨーク連邦準備銀行）は、経済が通常の状態に戻った際、これまで取り組んできたさまざまな非伝統的な金融政策手段の役目は残るのだろうかと問いかけた。スメッツは、中央銀行がそのような政策手段をどの程度まで使用し続けるかは、金融市場における摩擦や機能不全の程度次第であると回答した。オスカル・アルチェ（スペイン銀行）は、日本における労働市場の現状は、インフレ予想の形成に影響しているのか質問した。中曾は、賃金はバックワード・ルッキン

グに設定され、過去のインフレ率と密接に相関する一方で、足もとではインフレ率が概ねゼロであるにもかかわらず賃金上昇がみられており、それは労働市場が極めて引き締まっていることを反映したものであろうと説明した。アレキサンダー・ポロンスキー（ロシア銀行）は、デジタル通貨がインフレのプロセスに及ぼす影響について質問した。これに対し、エバンスは、デジタル通貨は非常に価格変動の激しい資産の1つに過ぎず、経済へ及ぼす影響については未だ見極め難いと回答した。

## 参考文献

- ガートラー、マーク、「フォワード・ガイダンスの有効性の再検討：日本からの教訓」、『金融研究』第36巻第4号、日本銀行金融研究所、2017年、47～70頁（本号所収）
- 黒田東彦、「『マイナス金利付き量的・質的緩和』による予想物価上昇率のリアンカリング：カンザスシティ連邦準備銀行主催シンポジウム（米国ワイオミング州ジャクソンホール）における講演の抄訳」、日本銀行、2016年（[http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen\\_2016/ko160828a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2016/ko160828a.htm/)、2017年7月14日）
- 、「開会挨拶」、『金融研究』第36巻第4号、日本銀行金融研究所、2017年、21～26頁（本号所収）
- バーナンキ、ベン S.、「日本の金融政策に関する一考察」、『金融研究』第36巻第4号、日本銀行金融研究所、2017年、27～46頁（本号所収）
- Fuhrer, Jeffrey C., “The Role of Expectations in Inflation Dynamics,” *International Journal of Central Banking*, 8(S1), 2012, pp. 137–165.
- , “Japanese and U.S. Inflation Dynamics in the 21st Century,” IMES Discussion Paper No. 2017-E-5, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2017.
- Hall, Robert E., “The Routes Into and Out of the Zero Lower Bound,” *Economic Policy Symposium Proceedings of Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013, pp. 1–35.
- Kaplan, Greg, Benjamin Moll, and Giovanni L. Violante, “Monetary Policy According to HANK,” IMES Discussion Paper No. 2017-E-4, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2017.
- Kato, Ryo, and Tatsushi Okuda, “Market Concentration and Sectoral Inflation under Imperfect Common Knowledge,” paper presented at the 2017 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy: Lessons Learned and Challenges Ahead” held by the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2017.
- Lunsford, Kurt G., and Kenneth D. West, “Some Evidence on Secular Drivers of U.S. Safe Real Rates,” paper presented at the 2017 BOJ-IMES Conference on “Monetary Policy: Lessons Learned and Challenges Ahead” held by the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2017.

参考1：プログラム

Wednesday, May 24, 2017

**Morning**

**Opening Remarks**

Chairperson: **Shigenori Shiratsuka**, Bank of Japan  
Speaker: **Haruhiko Kuroda**, Bank of Japan

**Mayekawa Lecture**

Chairperson: **Kazuo Ueda**, Kyoritsu Women's University and University of Tokyo  
Lecturer: **Ben S. Bernanke**, The Brookings Institution

**Session 1: Japanese and U.S. Inflation Dynamics in the 21st Century**

Chairperson: **Anne Le Lorier**, Banque de France  
Paper Presenter: **Jeffrey C. Fuhrer**, Federal Reserve Bank of Boston  
Discussant: **Mototsugu Shintani**, University of Tokyo

**Afternoon**

**Keynote Speech**

Chairperson: **Shigenori Shiratsuka**, Bank of Japan  
Speaker: **Mark Gertler**, New York University

**Session 2: Monetary Policy According to Heterogeneous Agent New Keynesian (HANK) Models**

Chairperson: **Takatoshi Ito**, Columbia University and National Graduate Institute for Policy Studies  
Paper Presenter: **Benjamin Moll**, Princeton University  
Discussant: **Boris Cournède**, Organisation for Economic Co-operation and Development

**Session 3: Some Evidence on Secular Drivers of U.S. Safe Real Interest Rates**

Chairperson: **Emrah Şener**, Central Bank of the Republic of Turkey  
Paper Presenter: **Kenneth D. West**, University of Wisconsin-Madison  
Discussant: **Piti Disyatat**, Bank of Thailand

Thursday, May 25, 2017

## Morning

### Session 4: Market Concentration and Sectoral Inflation under Imperfect Common Knowledge

Chairperson: **James Bullard**, Federal Reserve Bank of St. Louis

Paper Presenter: **Ryo Kato**, Bank of Japan

Discussant: **John McDermott**, Reserve Bank of New Zealand

### Policy Panel Discussion

Moderator: **Marvin Goodfriend**, Carnegie Mellon University

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

**Frank Smets**, European Central Bank

**Hiroshi Nakaso**, Bank of Japan



参考2：参加者リスト

<b>Fahad Ibrahim Alshathri</b>	Saudi Arabian Monetary Authority
<b>Masayoshi Amamiya</b>	Bank of Japan
<b>Kosuke Aoki</b>	University of Tokyo
<b>Oscar Arce</b>	Banco de España
<b>Jan Marc Berk</b>	De Nederlandsche Bank
<b>Ben S. Bernanke</b>	The Brookings Institution
<b>R. Anton Braun</b>	Federal Reserve Bank of Atlanta
<b>James Bullard</b>	Federal Reserve Bank of St. Louis
<b>Lillian Cheung</b>	Hong Kong Monetary Authority
<b>Angelo Alfonso Alberto Cicogna</b>	Banca d'Italia
<b>Boris Cournède</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>Francisco Jr. Garcia Dakila</b>	Bangko Sentral ng Pilipinas
<b>Piti Disyatat</b>	Bank of Thailand
<b>Taeyoung Doh</b>	Federal Reserve Bank of Kansas City
<b>Michael Dotsey</b>	Federal Reserve Bank of Philadelphia
<b>Charles L. Evans</b>	Federal Reserve Bank of Chicago
<b>Jeffrey C. Fuhrer</b>	Federal Reserve Bank of Boston
<b>Hiroshi Fujiki</b>	Chuo University
<b>Yukitoshi Funo</b>	Bank of Japan
<b>Mark Gertler</b>	New York University
<b>Marvin Goodfriend</b>	Carnegie Mellon University
<b>Koichi Hamada</b>	Yale University
<b>Yutaka Harada</b>	Bank of Japan
<b>Hisashi Harui</b>	Japan Society of Monetary Economics
<b>Hideo Hayakawa</b>	Fujitsu Research Institute
<b>Yuzo Honda</b>	Kansai University
<b>Nobuo Inaba</b>	Ricoh Company, Ltd.
<b>Takatoshi Ito</b>	Columbia University and National Graduate Institute for Policy Studies
<b>Kazumasa Iwata</b>	Japan Center for Economic Research
<b>Kikuo Iwata</b>	Bank of Japan
<b>Alexander Kadow</b>	Deutsche Bundesbank
<b>Koichiro Kamada</b>	Bank of Japan
<b>Takashi Kano</b>	Hitotsubashi University
<b>Ryo Kato</b>	Bank of Japan

<b>Takeshi Kato</b>	Bank of Japan
<b>Masahiro Kawai</b>	University of Tokyo
<b>Mohd Nozlan Khadri</b>	Bank Negara Malaysia
<b>Yukinobu Kitamura</b>	Hitotsubashi University
<b>Takahide Kiuchi</b>	Bank of Japan
<b>Haruhiko Kuroda</b>	Bank of Japan
<b>Tetsuo Kurosaki</b>	Bank of Japan
<b>Takushi Kurozumi</b>	Bank of Japan
<b>Shigehiro Kuwabara</b>	Bank of Japan
<b>San Ling Lam</b>	Monetary Authority of Singapore
<b>Anne Le Lorier</b>	Banque de France
<b>Li Siduo</b>	People's Bank of China
<b>Kurt Lunsford</b>	Federal Reserve Bank of Cleveland
<b>Eiji Maeda</b>	Bank of Japan
<b>Takako Masai</b>	Bank of Japan
<b>John McDermott</b>	Reserve Bank of New Zealand
<b>Atsushi Miyanoya</b>	Bank of Japan
<b>Ryuzo Miyao</b>	University of Tokyo
<b>Madhusudan Mohanty</b>	Bank for International Settlements
<b>Benjamin Moll</b>	Princeton University
<b>Akihiro Nakano</b>	Bank of Japan
<b>Hiroshi Nakaso</b>	Bank of Japan
<b>Ko Nakayama</b>	Bank of Japan
<b>Marianne Nessén</b>	Sveriges Riksbank
<b>Mitsuru Nomura</b>	Bank of Japan
<b>Kazuhiko Ohashi</b>	Hitotsubashi University
<b>Yutaka Okada</b>	Bank of Japan
<b>Yoji Onozawa</b>	Bank of Japan
<b>Paolo Pesenti</b>	Federal Reserve Bank of New York
<b>Matthew Poggi</b>	U.S. Department of Treasury
<b>Alexander Polonskiy</b>	Bank of Russia
<b>Takehiro Sato</b>	Bank of Japan
<b>Yasuyuki Sawada</b>	Asian Development Bank
<b>Toshitaka Sekine</b>	Bank of Japan
<b>Emrah Şener</b>	Central Bank of the Republic of Turkey
<b>Seiichi Shimizu</b>	Bank of Japan
<b>Mototsugu Shintani</b>	University of Tokyo
<b>Shigenori Shiratsuka</b>	Bank of Japan

<b>John Simon</b>	Reserve Bank of Australia
<b>Frank Smets</b>	European Central Bank
<b>Wook Sohn</b>	The Bank of Korea
<b>Kazuya Suzuki</b>	Bank of Japan
<b>Wataru Takahashi</b>	Osaka University of Economics
<b>Seiichi Tsurumi</b>	Bank of Japan
<b>Kazuo Ueda</b>	Kyoritsu Women's University and University of Tokyo
<b>Kozo Ueda</b>	Waseda University
<b>Yoichi Ueno</b>	Bank of Japan
<b>Franz Waldenberger</b>	German Institute for Japanese Studies
<b>Dody Budi Waluyo</b>	Bank Indonesia
<b>Kenichiro Watanabe</b>	Hitotsubashi University
<b>Toshiaki Watanabe</b>	Hitotsubashi University
<b>Kenneth D. West</b>	University of Wisconsin-Madison
<b>Mark Wynne</b>	Federal Reserve Bank of Dallas
<b>Hiromi Yamaoka</b>	Bank of Japan
<b>Nobuyasu Yoshioka</b>	Bank of Japan
<b>Attilio Zanetti</b>	Swiss National Bank

