

# 「ニューノーマルへの適応： COVID-19 後の展望と政策課題」 2021 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、2021 年 5 月 24、25 日に「ニューノーマルへの適応：COVID-19 後の展望と政策課題（Adapting to the New Normal: Perspectives and Policy Challenges after the COVID-19 Pandemic）」をテーマとして 2021 年国際コンファランスを開催した<sup>1</sup>。1983 年に第 1 回を開催して以降、初のオンライン開催となった今回のコンファランスでは、感染症後の展望と政策課題をめぐる幅広いトピックについて議論が展開された。

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、オリヴィエ・J・ブランシャール（マサチューセッツ工科大学）が前川講演を、金融研究所海外顧問のアタナシオス・オルファニデス（マサチューセッツ工科大学）が基調講演を行った。報告セッションでは、アティフ・R・ミアン（プリンストン大学）、マークス・K・ブルネルマイヤー（プリンストン大学）、デビッド・オーター（マサチューセッツ工科大学）の 3 名が発表者を務めた。金融研究所特別顧問の植田和男（共立女子大学兼東京大学）を座長とする政策パネル討論では、ギータ・ゴピナート（国際通貨基金）、チャールズ・L・エバンス（シカゴ連邦準備銀行）、ティフ・マック

.....  
本稿は“Adapting to the New Normal: Perspectives and Policy Challenges after the COVID-19 Pandemic Summary of the 2021 BOJ-IMES Conference,” *Monetary and Economic Studies*, 39 (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アタナシオス・オルファニデス教授およびカール・E・ウォルシュ名誉教授、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（敬称略）。

レム（カナダ銀行）、フィリップ・R・レーン（欧州中央銀行）、ステファン・インゲベス（スウェーデン・リクスバンク）、若田部昌澄（日本銀行）の6名がパネリストを務めた。最後に、金融研究所海外顧問のカール・E・ウォルシュ（カリフォルニア大学サンタ・クルーズ校）による全体総括をもって締めくくられた。

## 2. 開会挨拶

開会挨拶において、黒田は、まず今回のコンファランスのテーマに込められた大きな問題意識として、感染症の先にある「ニューノーマル」とはどのような姿なのか、われわれはそれに向けてどのように適応していくのか、という2つの問いを提示した。そのうえで、本コンファランスの出発点として、議論の共通の土台を提供することを意図して、3つの論点を提示した<sup>2</sup>。

第1に、黒田は、感染症後の経済展望について論じた。感染症危機により生じた景気後退と回復の最も大きな特徴は不均一性であると指摘し、これは貯蓄・不平等・債務の高まりという3つのトレンドをさらに深める可能性があることを主張した。加えて、急速に拡大したデジタル化など、感染症のもとで構造変化が起きつつあるとし、こうした変化が経済全体の生産性向上につながるかという点も重要であると強調した。第2に、中央銀行が直面する政策課題について概観した。政策課題は、回復局面に応じて変化していくと考えられるほか、感染症により一層明白になった経済的な不平等を含む幅広い課題を提示した。そして、中央銀行の考慮すべき問題の範囲に広がりが見られていると付言した。第3に、感染症後の世界の姿はまだ明確にはみえていないが、感染症下の適応として、デジタル化の拡がりや加速など、社会に不可逆な変化が起きたことは確かであると述べた。そのうえで、感染症下での発見と学習を活かして、新たな社会と経済、すなわち「ニューノーマル」を追求し形作っていく必要があることを強調した。

最後に、黒田は、今回の危機では、疫学と経済学を跨ぐ学際的な知見の導入やデジタル技術を背景としたモビリティ・データの利用などによって、タイムリーに政策的示唆を導くなど、経済学を含む学界が大いに活躍したことに言及したうえで、今回のコンファランスでも、感染症後の経済や政策に関する多くの見解や洞察が示されることを期待すると述べた。

.....  
2 詳細は、黒田〔2021〕を参照。

### 3. 前川講演：Fiscal Policy under Low Rates: Taking Stock（低金利環境のもとでの財政政策：評価と考察）

ブランチャールは、まず現在および将来の金利環境について論じ、金利低下は長期にわたる歴史的な傾向であると指摘した<sup>3</sup>。その主な要因として、所得増大や長寿化に伴う貯蓄の増加と、安全資産の流動性の高まり、という2つが考えられるとした。また、こうした歴史的な金利の低下傾向とオプション価格から計算される金利の将来予想をもとに、今後も低金利環境が続く可能性が高いと述べた。そのうえで、潜在産出量と整合的な均衡実質金利が経済成長率を下回って推移していく可能性は極めて高いと主張し、今後もしばらくの間、金利のゼロ下限制約（Zero Lower Bound: ZLB）により、中央銀行の政策余地は限定され続けるとの見解を示した。

次に、ブランチャールは、低金利環境において政府債務の持続可能性はどのように評価できるのかという点を議論した。政府債務の持続可能性の評価方法として、今後5～10年間に於いて、当該国の基礎的財政収支（債務利払い額を除く財政収支）の黒字で債務の利払いを賄える確率をみることを提案し、この確率は、債務残高だけでなく、債務の満期構成や均衡実質金利と経済成長率の乖離幅の分布といった多くの要因に依存すると述べた。加えて、債務の持続可能性に関する複数均衡を排除するために中央銀行が担う役割について言及した。すなわち、中央銀行は、大口安定投資家として潤沢な資金を活用することにより、政府債務に関する自己実現的でファンダメンタルズに起因しない投資家の行動を防ぐことができると主張した。しかし、投資家の懸念が政府債務のファンダメンタルズに関する何らかのネガティブな変化を反映している場合には、更なる検討が必要であると指摘した。

続いて、ブランチャールは、現在の低金利環境における政府債務の最適な水準について議論した。この問いを考察するに当たり、経済における資本の過剰蓄積の可能性（いわゆる「動学的非効率性」）について検討した。動学的非効率性を評価する際には、安全資産金利と平均的な資本の限界生産性の加重平均をみるべきだと主張し、おそらく現在のところ先進国の経済は動学的非効率の領域にはいないが、その近傍にあるとの見方を示した。もっとも、民間資本は生産性が非常に高いわけではなく、現在の状況では政府債務発行が資本の蓄積を阻害するコストは低いとみられるため、政府は適切な用途があるならば債務を発行することが可能であると述べた。

最後に、ブランチャールは、政策当局への実務的なアドバイスを示した。まず、ZLBがない場合、中央銀行は、経済が潜在成長を達成できるように適切な金利水準

.....  
3 詳細は、Blanchard [2021] を参照。

を設定する一方、政府は時間をかけて債務削減に努めるべきだと主張した。ただ、現在の世界はそうではなく ZLB に直面しており、こうした状況では、拡張的な財政政策を継続することが必要であると述べた。加えて、COVID-19 に伴う景気後退に対しては、総需要を喚起するために財政支出が必要であると強調した。そのうえで、医療関連や気候変動関連などの分野で民間投資を刺激する公的投資を行うことができれば、政府債務を大きく拡大させずに、産出量を潜在水準に維持できる可能性がある」と述べた。

フロアから、岩田一政（日本経済研究センター）は、（政府と中央銀行を合わせた）統合政府ベースの最適な債務規模を尋ねた。ブランチャールは、最適な債務規模は特に政府が各世代の厚生をそれぞれどの程度重視するかといった点に依存するだろうと返答した。アンドレア・ジェラリ（イタリア銀行）は、政府と中央銀行の従来の区分が曖昧になるような極端な政策について見解を尋ねた。ブランチャールは、中央銀行の役割と財政当局の役割を明確に区別することが望まれると述べた。そのうえで、近年、気候変動などのより政治的な課題について、中央銀行の影響力が高まっていることに対して懸念を示した。最後に、オルファニデスは、量的緩和政策が政府債務の持続可能性に与える影響について見解を尋ねた。ブランチャールは、ZLB に直面している場合に、中央銀行が量的緩和政策を用いて金利スプレッドを押し下げるべきとの意見には同意する、と述べたうえで、量的緩和政策は実際に効果をあげているものの、（政府と中央銀行を合わせた）統合政府ベースで考えれば負債のスワップであるため、その有効性を明確に説明する理論は見当たらないと付言した。

#### 4. 基調講演：The Power of Central Bank Balance Sheets（中央銀行のバランスシートが持つ力）

オルファニデスは、2020 年の COVID-19 による感染症危機時に実施された各国中央銀行のバランスシートを活用した金融政策について、肯定的に評価したうえで、感染症後のニューノーマルにおける金融政策の指針について論じた<sup>4</sup>。

まず、オルファニデスは、日本をはじめとする先進国の中央銀行は、COVID-19 による感染症危機に際して、水準と対 GDP 比のいずれでみても前例のない規模とスピードでバランスシートを拡大させたことを紹介した。そのうえで、一連のバランスシート政策は、①感染症による経済への打撃を緩和し、②金融市場と金融機関の崩壊を防ぎ、③財政拡大を円滑化して政府債務のダイナミクスの改善をもたらした

.....  
4 詳細は、Orphanides [2021] を参照。

たと評価した。また、今回のバランスシートを用いた金融政策の成功には、1990 年代後半の日本の金融危機時や 2008 年のリーマン・ショック時に直面した ZLB のもとでの政策運営の経験が寄与したと述べた。そのうえで、政策的含意を 2 点指摘した。第 1 に、2020 年 3 月における中央銀行の政策対応と市場動向の関係を踏まえると、中央銀行のバランスシート拡大に際して、買入対象資産の適格性を拡げることが、市場の安定化に最も重要な効果を持ちうる。第 2 に、中央銀行による量的緩和政策は国債金利のターム・プレミアム押下げを通じて、政府債務の借換え費用を低下させるため、政府債務を拡大する必要がある局面では、金融政策と財政政策との協調が効果的である。さらに、第 2 の点に関連して、過度に債務回避的な財政政策は自己破滅的になる可能性があると述べた。最後に、中央銀行によるバランスシート政策の積極活用は財政面や分配面の帰結を伴うが、その場合にも、中央銀行は基本原則に従い物価の安定を忠実に実現するよう努めることによって、他のマンドレートにとらわれることを回避し、独立性を保つべきであると述べ、講演を締めくくった。

フロアから、ジェラリは、過去 50 年程度の期間において、マネースtockとインフレ率の関係が断絶していることを示す研究があると言及したうえで、中央銀行のバランスシート政策を、危機時ではなく平時において活用することの意義や、米国における平均インフレ目標政策への移行などへの見解を求めた。これに対し、オルファニデスは、① ZLB のもとではマネーの流通速度が不安定であり、マネーの量は中央銀行のバランスシートの規模に対応しないこと、②近年の先進国のように均衡実質金利がゼロに近い状況では、バランスシート政策が最も効果的かつ重要な政策ツールになること、③金融政策の目標はシンプルなのが望ましく、2%のインフレ率を物価安定の基準としたうえで、実際のインフレ率が2%を上回ればバランスシートを縮小するといったシステムティックな対応が、長い目で見た物価安定の実現にとって重要であるとの見解を示した。

## 5. 報告セッション

### (1) A Goldilocks Theory of Fiscal Policy (財政政策のゴルディロック理論)

ミアンは、経済が名目金利の ZLB に近いときに政府が直面するトレードオフについて分析した。政府は、ZLB を回避するため、積極的な財政支出を通じて十分な需要を創出する必要がある一方で、財政の持続可能性を維持しなくてはならない。

こうしたトレードオフを分析するため、財政政策に関する扱いやすいモデルを提示し、財政政策には「ゴルディロックス・ゾーン (a Goldilocks zone)」が存在することを解析的に示した。ゴルディロックス・ゾーンとは、政府債務と財政赤字の望ましい組合せを示す領域であり、① ZLB を回避するために政府が財政支出を行い総需要を創出することで、潜在成長率が達成されている、②政府債務の金利が経済成長率を下回っている、③政府は財政の持続可能性を維持しているという条件を満たす領域である。続いて、米国経済を念頭にモデルをカリブレートして、米国の現在の政府債務と財政赤字の組合せがゴルディロックス・ゾーンに位置するかどうか検証した。分析結果からは、米国の財政赤字はゴルディロックス・ゾーンをはるかに上回っており、将来のある時点において何らかの財政再建が必要となることが示唆されるとした。さらに、ミアンは、財政再建は、逆進課税ではなく累進課税を通じて行われることが望ましいと主張した。その理由として、低所得の家計ほど消費性向が高いため逆進課税の負の影響が大きく、結果として総需要が減少し、経済が ZLB に陥る可能性が高まるためと説明した。

フロアから、青木浩介（東京大学）は、政府債務保有の限界的な便益がゼロになるまで政府債務を増加させることは最適かと質問した。ミアンは、厚生分析を行う際には、債務を増やすことの潜在的な費用をモデル内で考慮に入れることが必要だと回答した。実務的には、財政の持続可能性を維持するためには財政赤字の大幅な調整が必要になることから、国債に対する過剰な需要を満たすために政府債務の発行を増やすことは難しいだろうと論じた。塩路悦朗（一橋大学）は、個人投資家向け国債は富裕層が保有している一方で、政府債務の大半は銀行部門が保有し、銀行預金（および現金）は比較的裕福でない人々の富の多くの割合を占めていると指摘したうえで、この事実は分析の中で考慮されているか質問した。ミアンは、もっともな指摘だと同意したうえで、その事実を無視しているわけではなく、複数の種類の金融資産を考慮したケースは別論文で既に分析していると述べた<sup>5</sup>。植田は、日本はゴルディロックス・ゾーンに位置しているか質問した。ミアンは、日本の長期予想インフレ率が2%にアンカーされているか次第であると返答した。その理由として、現在の日本がどの程度 ZLB に制約されているかによって、ゴルディロックス・ゾーンの大きさが異なるためであると述べた。

.....  
5 詳細は、Mian, Straub, and Sufi [2021] を参照。

## (2) Debt as Safe Asset: Mining the Bubble - FTPL with a Bubble & MMT (安全資産としての政府債務：バブルを勘案した物価水準の財政理論と現代貨幣理論との関係)

ブルネルマイヤーは、政府債務をインフレにより減価させることなく、基礎的財政収支の赤字を恒久的に続けることができるか、安全資産としての国債にバブルは生じうるかという問いに答えるための理論的枠組みを提示した<sup>6</sup>。まず、議論の出発点として、物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of the Price Level: FTPL) が観測された事実と整合的ではないことを示した。とりわけ日本では、1960年代以降、ほとんどの年で基礎的財政収支が赤字であるにもかかわらずインフレになっておらず、そのことは、政府債務の価値が、FTPLによる理論価格よりもかなり高く、バブルが存在することを意味すると指摘した。こうした現象を説明するため、不完備市場における安全資産の価値に関する新たな見方を提示した。具体的には、政府債務は、将来期待されるキャッシュ・フローの割引現在価値という従来からの要素に加えて、個別ショック (idiosyncratic shock) に対する部分的な保険機能としてのサービス・フロー (コンビニエンス・イールド) の割引現在価値も反映するとした。そのうえで、政府債務を安全資産とした資産価格モデルを構築し、景気後退期に個別ショックが増大すると、サービス・フローの割引現在価値の上昇を通じて政府債務の価値が上昇することを示した。モデルから導かれる政府債務の持続可能性に関する含意の一つとして、バブルは破裂しうるため、国債が安全資産としてのステータスを失う可能性があることに言及した。そして、米国経済を念頭にモデルをカリブレートし、「政府債務版のラフファー曲線 (Debt Laffer Curve)」が存在することを示した。政府が国債の発行ペースを一定水準まで高めると、政府債務の価値が上昇し、定常状態における基礎的財政収支の赤字が実現しうる一方、国債発行ペースがその水準を超えると、既存国債の価値の希薄化により政府債務の価値が低下し、定常状態における基礎的財政収支の赤字幅は縮小する。この帰結を踏まえ、現代貨幣理論 (Modern Monetary Theory: MMT) の主張とは異なり、政府が、政府債務をインフレによって減価させることなしに、財政赤字を無制限に拡大することは不可能であると結論付けた。

フロアから、関根敏隆 (一橋大学) は、長寿化リスクに対するヘッジ需要が政府債務のサービス・フローを生む可能性について尋ねた。ブルネルマイヤーはこれに同意したうえで、特に年金制度が不十分な国においては、長寿化リスクという個別ショックが大きな影響を持ちうるため、そのリスクをヘッジするために安全資産の需要が高い可能性がある点に言及した。アンドレア・ラッフォ (連邦準備制度理事

.....  
6 詳細は、Brunnermeier, Merkel, and Sannikov [2021] を参照。

会)は、まず、モデルが扱っているのは個別リスクであって家計間の経済格差ではないとすると、過去数十年の金融市場の発展によって、安全資産としての政府債務の保険的価値は減少したはずであるが、現実にはそうになっていないと言及した。とはいえ、家計のリスクを各国固有のリスクと読み替えたとしても、おそらくこのモデルの含意はほぼ同じであり、米国債が果たす国際的な役割によってこの安全資産の保険的価値の高さは説明されるのかもしれないと付言した。ブルネルマイヤーは、いずれの点にも同意した。青木は、市場機能や流動性が低下した場合の、バブルの規模や物価水準への影響について質した。ブルネルマイヤーは、閉鎖経済を考えた場合、分析の帰結は大きく変わらないが、開放経済を考えた場合には、自国の政府債務が他国の政府債務に代替されることで、ある国の政府債務が安全資産としてのステータスを失う可能性が高まると応答した。オルファニデスは、2020年3月の市場混乱時において、各国中央銀行の市場への介入が、政府債務の安全資産としてのステータス維持に重要な役割を果たしたと主張したうえで、本モデルによると、中央銀行が、政府債務の安全資産としてのステータスを守るように極めて注意深く行動することが重要であると述べた。ブルネルマイヤーは、政府の支払能力や債務の持続可能性に問題がない限りにおいて正しいと応答した。

### (3) The Nature of Work After the COVID Crisis: Too Few Low-Wage Jobs (新型コロナウイルス感染症危機後の労働の特性：過度に少なくなる低賃金の職業)

オーターは、COVID-19 感染症後の労働の特性に関する考察を発表した<sup>7</sup>。具体的には、感染症のもとで生じた、テレプレゼンス (telepresence) とオートメーション圧力 (automation forcing) という2つの変化によって、感染症後に低賃金の職業が過度に少なくなると論じた。第1に、テレプレゼンスは、物理的に存在しなくとも仮想的に職場にいることを可能にするオートメーションの形態の一つであり、感染症のもとで生じた最も明確な変化は、テレプレゼンスの普及であると指摘した。そのうえで、テレプレゼンスの恩恵は、人々に平等には行き渡らないと論じた。すなわち、テレプレゼンスは、在宅勤務といった柔軟性を与えることで高賃金労働者に恩恵をもたらす一方、都市部を中心に低賃金の接触型サービスの需要を激減させていると論じた。そして、感染症前までは低賃金の職業が増え続けていたことを踏まえると、これは深刻な問題であると述べた。第2に、感染症下におけるオートメーション圧力のもとで、在宅勤務をサポートする技術に関連した特許の申請が急増したことに触れ、そのような技術革新は低賃金労働者にとって不利に作用しうると指

7 詳細は、Autor and Reynolds [2020] を参照。



摘した。また、現存する多くの職業はこの数十年間で新しく作り出されたものであることを示し、技術革新はどの職業の成長性が高いかを規定する重要な要因であるとした。そのうえで、オートメーション技術の増加が今後も継続すると見込まれる中、高度な技術を用いる職業が生み出される一方、単純労働の需要は減少するであろうと述べた。結論として、低賃金の職業が減少しても、中間の賃金の職業への需要が増加するわけではないため、こうした職業の再配分は、よく見えて実はそうではないと論じた。最後に、感染症後の経済における中間の賃金の職業を創出することが、政策当局者が直面する課題であると指摘し、報告を締めくくった。

フロアから西村清彦（政策研究大学院大学）は、低賃金の職業の減少が、インフレや、中央銀行の最大雇用の達成にどのような影響を与えるのか質した。オーターは、インフレに関して、感染症で大きく影響を受けている低賃金かつ接触型のサービスの需要は非常に弾力的であり、そうしたサービスはインフレを変動させる主要因ではないため、こうした変化がインフレに与える影響は限定的であると返答した。加えて、最大雇用の達成については、現状、景気回復は不均一であり、需給が引き締まっている労働市場が存在する一方で、接触型サービス関連など需給が緩んでいる市場が混在しうるため、金融政策にとって複雑な問題となりうると述べた。青木は、低賃金の職業の減少が、人的資本蓄積に与える影響について尋ねた。オーターは、こうした変化は人々が中・高度な教育などの人的資本投資を行う必要性を高める可能性があるとして返答した。そのうえで、足許、労働市場の需給が緩んでいるもとで賃金が上がりにくくなっていることは、教育水準の低い労働者が低賃金労働に固執するのではなく、より高度な教育を受けるインセンティブを高めるように作用しうると述べた。

## 6. 政策パネル討論

植田を座長とする政策パネル討論では、ゴピナート、エバンス、マックレム、レーン、イングベス、若田部の6名のパネリストが、感染症後のニューノーマルとそれに関連する政策課題、対応策について見解を述べた。

### (1) パネリストによるプレゼンテーション

ゴピナートは、世界における景気回復の不均一性について問題提起し、国によって回復の進捗が異なるという大きなリスクが生じていると強調した。具体的には、感染症がなかった場合の成長経路対比でみた2020年から2024年までの1人当た

り所得の年間予測損失は、先進国では2%であるのに対し、中国を除いた新興国・発展途上国では6%になると述べた。そのうえで、この状況は、世界金融危機後に先進国で回復が遅れ、新興国・発展途上国では回復が早かった状況とは対照的であると指摘した。こうした現在の回復の格差は、感染症後のニューノーマルを考える際に重要な要素であるとしたうえで、今後の政策課題を3つ提示した。すなわち、第1に、新興国・発展途上国で金融不安を引き起こしうる金利の急激な上昇、第2に、長期間にわたる学校閉鎖による人的資本の損失とそれによる中期的な産出量の減少、第3に、感染症とそれに伴うオートメーション圧力が引き起こす各国内での回復の格差を提示した。最後に、気候変動リスクが世界において重要な課題であることに言及したうえで、一部の発展途上国において気候変動やデジタル化に対応するためには、債務免除や債務再編などが必要になるであろうと述べた。

エバンスは、今後数年間のインフレ率の経路において、需給圧力とインフレ予想が果たしうる役割について議論を展開した。まず、2021年3月にコアインフレ率が1.8%まで上昇したことに触れ、4月はさらに上昇する可能性が高いとした。米国経済は高インフレに向かうのではないかという一部の識者が持つ懸念を考察するに当たり、インフレ予想を考慮したフィリップス曲線のいくつかの主要なモデルを用いて、「米国救済計画法 (American Rescue Plan Act)」の結果としてありうるインフレ率の推移に関して多数のシナリオを検討した Bianchi, Fisher, and Melosi [2021] を取り上げた。モデルのシミュレーション結果の説明において、フィリップス曲線における需給ギャップの係数が小さいことから、ほとんどのシナリオにおいて需給圧力それ自体がインフレ率に与える影響は限定的となるであろうと述べた。高インフレの持続には、更に高いインフレ予想が必要であるとしたうえで、インフレ予想の指標は、不完全な指標ではあるものの、これらは2013年頃の水準に戻っただけであり、インフレ率が手に負えない状況になることは示唆していないと述べた。したがって、今後数年間に許容し難い持続的な高インフレが実現するリスクは低いと考えられ、最近のインフレ率の上昇は許容し難いほどの高インフレに向かう持続的な動きの前触れではなさそうであると強調した。

マックレムは、カナダにおける感染症危機からの回復の不均一性について論じた。まず、経済は回復を続けており、予想よりも感染症に対する回復力が強かったと述べたうえで、強力な財政政策と金融政策の組合せが回復を下支えしてきたと述べた。もっとも、その回復は不均一であると強調し、小売業、娯楽業、航空産業などの最も痛手を受けた業種で回復が特に遅れていることを指摘した。また、低賃金の職業は深刻な影響を受けており、その雇用者数は感染症前の水準を下回っていると述べた。さらに、ここ30年ほどで長期失業者数は最も高い水準にあることを指摘した。それに加え、情報格差などもあり、働く能力に対する感染症の影響も不均一であるとした。最近のカナダの経済成長見通しには上方修正がみられるものの、

完全な景気回復はまだ先であるとし、手厚い財政政策と金融政策が必要であると強調した。また、完全な回復とは、低賃金労働者や女性、若者すべてに十分な雇用機会がある健全な労働市場と、企業が十分な投資と規模拡大に自信を持つ状況を意味すると付け加えた。最後に、このような完全な回復のもとで、家計と企業はインフレ率が2%で持続することを信認できると述べ、発言を締めくくった。

レーンは、中央銀行が直面する課題について議論した。まず今後数年間を、3つの局面、すなわち、①本年後半にかけてのリバウンド局面、②少なくとも来年まで続く回復局面、③2年先に見込まれる財政支援の段階的縮小に伴う新たな定常状態への移行局面に分類した。中央銀行は中期的な経済変動を重視するが、これらの3つの局面は、中央銀行が短期的なダイナミクスと中期的なダイナミクスを判別するのを困難にすると指摘した。次に、感染症によって生じたさまざまな非対称性、例えば、製造業とサービス業、高齢者と若者、公共部門と民間部門の間に生じた非対称性により、データからマクロ的なシグナルを抽出することはさらに困難になるであろうと付け加えた。特に、こうした非対称性が、大幅な相対価格の変動や企業間・産業間の再配分を生むであろうと述べた。また、現在、働き方や仕事の進め方など、大きな構造変化が進行中のため、新たな定常状態には多くの不確実性を伴うと強調した。デジタル化や構造変化の影響やその帰結も非常に不確実なものであり、こうした状況下で中央銀行のガイドラインとなる歴史的な事例は十分には存在しないと述べた。そうしたもとでは、中央銀行が、民間主体のインフレ予想を含む、経済に関するより広範でより多くの情報を有することは重要であると指摘した。

イングベスは、小国開放経済の視点から、感染症後の課題について論じた。まず、スウェーデンにとって国際貿易が重要であることを強調した。拡張的な金融・財政政策に支えられ、世界貿易は急速に回復しており、それがスウェーデンの回復を牽引してきたと述べた。また、スウェーデンの拡張的な金融政策は、今次の感染症危機が金融危機に変容することが防がれ、スウェーデン経済が感染症以前の成長経路に戻りつつあるという意味で、うまく機能してきたと付言した。しかし、人との接触が多い業種とそうでない業種とで回復に大きな差があることや、多くの低賃金の職が失われ、長期失業者が増加していることに懸念を示した。また、スウェーデンの労働市場には、若年層や移民労働者の失業率が高いという構造的な問題があり、これは金融政策では解決できないと述べた。さらに、感染症の渦中にも中高所得者の失業率は低く、そのもとで住宅価格が大幅に上昇したことは、今後の課題になるであろうと述べた。最後に、経済が元の成長経路に復した後の構造改革の重要性を述べ、小国開放経済で生活水準を向上させる唯一の方法は、構造改革を継続的に時宜に適う形で実行していくことだとして発言を締めくくった。

若田部は、日本の立場から、感染症危機の影響とその後の回復におけるばらつき、今後の課題と成長機会について論じた。まず、日本では欧米に比べて公衆衛生

対策がそれほど厳しくないにもかかわらず、実質 GDP が欧米と同様に大幅に減少したことを指摘した。その理由として、日本の場合は、人口の高齢化を背景とした自発的な行動抑制が関係しているとした。次に、感染症危機下での政策対応について振り返った後、労働市場に顕著に表れた感染症の影響の差を指摘した。日本では2020年4月以降、非正規労働者の雇用が激減したと説明し、感染症の負の影響は低所得者層で大きく、これは各国に共通する政策課題であると強調した。また、もう一つの課題として、在宅勤務やテレワークの急速な拡大に伴う生産性の問題を提起した。日本では、在宅勤務時の生産性が職場での生産性よりも低いという調査結果が報告されており、これは米国における報告とは逆の結果であると言及した。最後に、日本経済は、進行中の変化を好機と捉え、ビジネスの変革、情報通信技術への投資拡大や規制などの変更によってデジタル化に適応していけば、生産性を向上させることができるであろうと述べて発言を締めくくった。

## (2) パネリスト間での質疑

各パネリストのプレゼンテーションの後に、植田は2つの質問をパネリストに投げかけた。まず、インフレ率が2%目標に近づくとつれ、中央銀行がオーバーシュートを許容するかなどの点で、フォワード・ガイダンスから逸脱する誘因をもつという動学的不整合を克服する戦略があるかについて質問した。エバンスは、平均インフレ目標政策のもとでは、インフレ率のオーバーシュートはしばらくの間生じうるが、インフレ率は許容できないほど高くはならないため、インフレ率が手に負えなくなるリスクは懸念していないと回答した。レーンは、大規模資産購入に関する中央銀行のコミュニケーションについて、経済が回復を続けるなか、資産購入の道筋についてどのようにコミュニケーションをとるかが課題であると応じた。マックレムは、柔軟なインフレ目標政策と平均インフレ目標政策の違いについて言及し、このような異なる政策戦略の違いが今後どのような結果を生むのか興味深いと述べた。イングベスは、量的緩和やマイナス金利政策に伴うコミュニケーション上の課題を提起し、これは金利がZLBに達していなかった際に考えられていたものとは完全に異なると応じた。さらに、金融政策のコミュニケーションについて、金融政策は数学の公式ではなく、複数の投票権を持つ委員によって決められるものであると強調した。

次に、植田は、中央銀行は雇用の二極化や所得格差といった分配面の課題をどの程度懸念すべきか、との問いをパネリストに投げかけた。ゴピナートは、中央銀行が直面する2つの課題として、最大かつ包括的な雇用を目的とする金融政策は資産市場や金融セクターに重要な影響を与えること、雇用回復のばらつきという構造変

化のもとで金融政策を運営していかなければならないことを挙げた。若田部は、中央銀行は基本的にはマクロ経済の安定化に焦点を当てなければならないが、同時に、政策が格差や気候変動などのその他の重要な問題に及ぼす影響にも注意を払う必要があり、その意味で、こうした影響についての中央銀行の分析は正当化されると指摘した。マックレムは、特定のグループをターゲットに金融政策を行うことはできないが、中央銀行は分配の問題に注意を払うべきであり、金融政策のミクロレベルでの影響をみる必要があるであろうと述べた。また、伝統的なものであれ、非伝統的なものであれ、金融政策が所得格差に与える影響と資産格差に与える影響は、逆の方向に働く可能性があるとして述べた。レーンは、欧州通貨同盟国の事例をもとに、所得と資産への分配効果は異なると反復した。そして、金融政策の分配効果を考慮することは、政策決定を阻害するものではないだろうと付言した。エバンスは、金融政策だけで所得格差の問題を是正することはできないとしつつも、連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee: FOMC）の金融政策の枠組みに関する直近の修正は、労働市場にいる人々に幅広くかつ包括的な利益をもたらすことを企図したものであると付け加えた。

これらの2つの質問の後、植田はパネリストに質問を促した。ゴピナートが挙げた論点に対してイングベスは、ワクチン不足によって多くの発展途上国が元の成長経路に戻らないリスクについて見解を尋ねた。ゴピナートは、現状では一部の国が必要以上にワクチンを保有し、他の国々、特に発展途上国においてワクチンが足りない状況にあるが、ワクチン不足は解決可能な問題であると回答した。さらに、世界的にこの問題を解決するモメンタムがあると述べ、ワクチンを必要とする国で、どれだけ早くワクチンが入手可能になるか、どれだけ迅速にワクチン接種を開始する準備を進められるかが今後の課題であると付け加えた。

## 7. 全体総括

全体総括においてウォルシュは、コンファランス中の講演と議論を要約し、本コンファランスが、財政政策の持続可能性、労働の特性の変化、分配面における帰結など、感染症が引き起こした、あるいは悪化させた幅広い論点をカバーしたと述べた。まず、ブランチャール、ミアンおよびブルネルマイヤーによる講演と報告はすべて財政政策に関するものであり、低金利環境下における政府債務の持続可能性、コンビニエンス・イールドといった政府債務の価値に影響を与える要素や政府債務の安全資産としての役割などが取り上げられたと述べた。安全資産としての政府債務に関する議論については、貨幣需要を説明するうえで用いられる効用関数に貨幣保有を含む伝統的なアプローチとの関連性を指摘した。そのうえで、ハイパーイン

フレの経験を踏まえて中央銀行の独立性が確立したことのアナロジーとして、財政当局の制度改革上の論点を提示した。労働市場の状態に関しては、オーターが報告したとおり、感染症およびそれ以前からの潜在的なトレンドが、どのように経済活動の分布を変化させ、オートメーションのような技術進歩に影響を及ぼし、労働の特性を変容させたかについて理解することが重要であると指摘した。金融政策については、オルファニデスが指摘したとおり、感染症下での中央銀行のバランスシート政策が財政拡大の円滑化を通じて間接的な緩和効果をもたらしたと述べた。また、こうした金融政策の役割は今後も重要であるとして、政策協調の必要性を強調した。政策パネル討論については、インフレ予想、経済のスラックの計測や景気回復の不均一性といった、パネリストから示された感染症後の展望と政策課題をめぐる論点に言及した。一部の報告者やパネリストから提起された分配面の論点について、確かに重要であるが、金融政策が不平等に対処する適切な政策手段を持っているかは明確ではないと述べた。最後に、今回のコンファランスにおける発表や議論は、COVID-19後の経済におけるニューノーマルについて示唆を与え、非常に有益で素晴らしいものであったと述べ、挨拶を締めくくった。

参考文献

- 黒田東彦、「開会挨拶」、『金融研究』第 40 巻第 4 号、日本銀行金融研究所、2021 年、21～24 頁（本号所収）
- Autor, David, and Elisabeth Reynolds, “The Nature of Work after the COVID Crisis: Too Few Low-Wage Jobs,” The Hamilton Project, Essay 2020-14, Brookings Institution, 2020.
- Bianchi, Francesco, Jonas D. M. Fisher, and Leonardo Melosi, “Some Inflation Scenarios for the American Rescue Plan Act of 2021,” *Chicago Fed Letter*, 453, Federal Reserve Bank of Chicago, 2021.
- Blanchard, Olivier J., “The Mayekawa Lecture: Fiscal Policy under Low Rates: Taking Stock,” *Monetary and Economic Studies*, 39, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2021 (forthcoming).
- Brunnermeier, Markus K., Sebastian Merkel, and Yuliy Sannikov, “Debt as Safe Asset,” mimeo, 2021.
- Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi, “The Saving Glut of the Rich,” mimeo, 2021.
- Orphanides, Athanasios, “The Power of Central Bank Balance Sheets,” *Monetary and Economic Studies*, 39, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2021 (forthcoming).

## 参考 1：プログラム

**Monday, May 24, 2021**

Chairperson: **Kazuo Ueda**, Kyoritsu Women's University and University of Tokyo

### **Opening Remarks**

Speaker: **Haruhiko Kuroda**, Bank of Japan

### **Mayekawa Lecture: Fiscal Policy under Low Rates: Taking Stock**

Lecturer: **Olivier J. Blanchard**, Massachusetts Institute of Technology

### **Session 1: A Goldilocks Theory of Fiscal Policy**

Presenter: **Atif R. Mian**, Princeton University

### **Session 2: Debt as Safe Asset: Mining the Bubble - FTPL with a Bubble & MMT**

Presenter: **Markus K. Brunnermeier**, Princeton University

**Tuesday, May 25, 2021**

Chairperson: **Masaaki Kaizuka**, Bank of Japan

### **Keynote Speech: The Power of Central Bank Balance Sheets**

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

### **Session 3: The Nature of Work After the COVID Crisis: Too Few Low-Wage Jobs**

Presenter: **David Autor**, Massachusetts Institute of Technology



### Policy Panel Discussion

Moderator: **Kazuo Ueda**, Kyoritsu Women's University and University of Tokyo

Panelists: **Gita Gopinath**, International Monetary Fund  
**Charles L. Evans**, Federal Reserve Bank of Chicago  
**Tiff Macklem**, Bank of Canada  
**Philip R. Lane**, European Central Bank  
**Stefan Ingves**, Sveriges Riksbank  
**Masazumi Wakatabe**, Bank of Japan

### Concluding Remarks

Speaker: **Carl E. Walsh**, University of California, Santa Cruz

### 参考 2：参加者リスト

<b>Seiji Adachi</b>	Bank of Japan
<b>Masayoshi Amamiya</b>	Bank of Japan
<b>Kosuke Aoki</b>	University of Tokyo
<b>Óscar Arce</b>	Banco de España
<b>David Autor</b>	Massachusetts Institute of Technology
<b>Paul Beaudry</b>	Bank of Canada
<b>Jan Marc Berk</b>	De Nederlandsche Bank
<b>Olivier J. Blanchard</b>	Massachusetts Institute of Technology
<b>Markus K. Brunnermeier</b>	Princeton University
<b>Chayawadee Chai-anant</b>	Bank of Thailand
<b>Julian di Giovanni</b>	Federal Reserve Bank of New York
<b>Luci Ellis</b>	Reserve Bank of Australia
<b>Charles L. Evans</b>	Federal Reserve Bank of Chicago
<b>Takuji Fueki</b>	Bank of Japan
<b>Hiroshi Fujiki</b>	Chuo University
<b>Shin-ichi Fukuda</b>	University of Tokyo
<b>Carlos Garriga</b>	Federal Reserve Bank of St. Louis

<b>Andrea Gerali</b>	Banca d'Italia
<b>Petra Gerlach</b>	Swiss National Bank
<b>Gita Gopinath</b>	International Monetary Fund
<b>François Haas</b>	Banque de France
<b>Hideo Hayakawa</b>	Tokyo Foundation for Policy Research
<b>Sui-Jade Ho</b>	Bank Negara Malaysia
<b>Johannes Hoffmann</b>	Deutsche Bundesbank
<b>Daisuke Ikeda</b>	Bank of Japan
<b>Nobuo Inaba</b>	Ricoh CO., LTD.
<b>Stefan Ingves</b>	Sveriges Riksbank
<b>Takatoshi Ito</b>	Columbia University
<b>Kazumasa Iwata</b>	Japan Center for Economic Research
<b>Masaaki Kaizuka</b>	Bank of Japan
<b>Goushi Kataoka</b>	Bank of Japan
<b>Masahiro Kawai</b>	Economic Research Institute for Northeast Asia
<b>Yukinobu Kitamura</b>	Rissho University
<b>Keiichiro Kobayashi</b>	Keio University
<b>Hirohide Kouguchi</b>	Bank of Japan
<b>Haruhiko Kuroda</b>	Bank of Japan
<b>Philip R. Lane</b>	European Central Bank
<b>Tiff Macklem</b>	Bank of Canada
<b>Takako Masai</b>	Bank of Japan
<b>Ken Matsushita</b>	Bank of Japan
<b>Atif R. Mian</b>	Princeton University
<b>Daisuke Miyakawa</b>	Hitotsubashi University
<b>Benoit Mojon</b>	Bank for International Settlements
<b>Kazuo Momma</b>	Mizuho Research & Technologies
<b>Ichiro Muto</b>	Bank of Japan
<b>Fumitaka Nakamura</b>	Bank of Japan
<b>Toyoaki Nakamura</b>	Bank of Japan
<b>Marianne A. Nessén</b>	Sveriges Riksbank
<b>Makoto Nirei</b>	University of Tokyo
<b>Kiyohiko G. Nishimura</b>	National Graduate Institute for Policy Studies

<b>Asahi Noguchi</b>	Bank of Japan
<b>Athanasios Orphanides</b>	Massachusetts Institute of Technology
<b>Gael Price</b>	Reserve Bank of New Zealand
<b>Andrea Raffo</b>	Federal Reserve Board
<b>Lathaporn Ratanavararak</b>	Bank of Thailand
<b>Tetsuya Sakamoto</b>	Bank of Japan
<b>Krislert Samphantharak</b>	Bank of Thailand
<b>Çağrı Sarıkaya</b>	Central Bank of the Republic of Turkey
<b>Yasuyuki Sawada</b>	Asian Development Bank
<b>Jochen Schmittmann</b>	International Monetary Fund
<b>Toshitaka Sekine</b>	Hitotsubashi University
<b>Tokiko Shimizu</b>	Bank of Japan
<b>Woon Shin</b>	Bank of Korea
<b>Mototsugu Shintani</b>	University of Tokyo
<b>Etsuro Shioji</b>	Hitotsubashi University
<b>Ludwig Straub</b>	Harvard University
<b>Chantavarn Sucharitakul</b>	Bank of Thailand
<b>Amir Sufi</b>	University of Chicago
<b>Hitoshi Suzuki</b>	Bank of Japan
<b>Karim Triki</b>	Embassy of France and Banque de France
<b>Suh Ping Tu</b>	Monetary Authority of Singapore
<b>Shinichi Uchida</b>	Bank of Japan
<b>Kazuo Ueda</b>	Kyoritsu Women's University and University of Tokyo
<b>Tuomas Välimäki</b>	Bank of Finland
<b>Kenji Wada</b>	Bank of Japan
<b>Masazumi Wakatabe</b>	Bank of Japan
<b>Carl E. Walsh</b>	University of California, Santa Cruz
<b>Toshiaki Watanabe</b>	Hitotsubashi University
<b>Tsutomu Watanabe</b>	University of Tokyo
<b>Mark Wynne</b>	Federal Reserve Bank of Dallas
<b>Shunichi Yoneyama</b>	Bank of Japan

