

「金融政策の新たな課題」 2025 年国際コンファランスの様様

1. はじめに

日本銀行金融研究所は、5 月 27 日～28 日に「金融政策の新たな課題」をテーマとして 2025 年国際コンファランスを開催した¹。1983 年に第 1 回を開催して以降、今回で 30 回目を迎え、政策運営から経済分析まで幅広く議論された。

植田和男（日本銀行）の開会挨拶に続き、アグスティン・カルステンス（国際決済銀行）が公共政策に対する信頼の重要性について論じた前川講演を行った。また、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）が金融政策とそのコミュニケーション上の課題について基調講演を行った。そのほかジョン・ウィリアムズ（ニューヨーク連邦準備銀行）と氷見野良三（日本銀行）が特別対談を行った。論文報告セッションでは、アネッテ・ヴィッシング＝ヨルゲンセン（連邦準備制度理事会）、クリストファー・ジョン・エルセグ（国際通貨基金）、ユーリー・ゴロドニチェンコ（カリフォルニア大学バークレー校）、池田大輔（日本銀行）が物価と金融政策に関する理論的・実証的な研究報告を行った。

さらに、1 つ目の政策パネル討論では星岳雄（東京大学）を座長とし、不確実性の高い経済のもとでの金融政策の課題について、マリオ・センチノ（ポルトガル銀行）、アンドリュー・ハウザー（オーストラリア準備銀行）、ニール・カシュカリ（ミネアポリス連邦準備銀行）、M・アイハン・コーゼ（世界銀行グループ）の 4 名がパネリストを務め議論をかわした。クリストファー・ウォラー（連邦準備制度理事会）を座長とする 2 つ目の政策パネル討論では、グローバル経済における金融政

.....
本稿は“New Challenges for Monetary Policy Summary of the 2025 BOJ-IMES Conference,” *Monetary and Economic Studies*, 43 (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、示唆に富んだプレゼンテーションや議論が行われたことについて、すべての参加者に対して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（2025 年 5 月 27 日～28 日）時点のもの（敬称略）。

策をテーマとして、ピエール＝オリヴィエ・グランシャ（国際通貨基金）、リュック・ラーフェン（欧州中央銀行）、クレア・ロンバルデッリ（イングランド銀行）、エリ・レモロナ Jr.（フィリピン中央銀行）、内田眞一（日本銀行）の5名がパネリストを務め議論をかわした。

2. 開会挨拶

植田は、わが国の金融政策が直面している課題について、自身の見方を共有した²。最初に日本の物価上昇率について説明した。2021年以降、日本の物価上昇率は米欧に遅れて高まったのち、足もとでは米価格といった食料品価格の上昇を主因として、再び上昇していると述べた。

次に日本の政策金利は日米欧経済の中で最も低くなっていると述べた。そうしたもとの、「実際の物価上昇率が2%を上回って3年以上推移しているにもかかわらず、なぜ日本銀行はそのような緩和的なスタンスを維持しているのか」と問題提起したうえで、基調的な物価上昇率（一時的な変動要因を除いた物価上昇率）がなお2%を下回っているためと答えた。

続いて、基調的な物価上昇率を捉える完璧なデータは存在しないと述べたうえで、基調的な物価上昇率を評価するために注意深くモニターしている指標の1つとして、予想物価上昇率を挙げた。日本の予想物価上昇率は、1.5%から2.0%の間にあり、この30年間で最も高い水準にあるものの2%の目標水準を下回っていると述べた。それを2%にアンカーするために、緩和的な政策スタンスを維持し続けていると説明した。

また、この政策スタンスのコミュニケーションは容易ではないと指摘した。その理由として、人々が注目する総合ベースでみた物価上昇率と、中央銀行が注目する基調的な物価上昇率との間に大きな乖離があることを挙げた。こうした乖離は、ある程度は常に存在するが、最近の乖離の大きさとその継続期間が日本において特に問題となっていると付言した。世界的にみて、供給ショックが頻繁に生じるようになるにつれて、こうした乖離は、多くの中央銀行にとって主な焦点であり続けると考えられると述べた。

最後に、本コンファランスの議論が、基調的な物価上昇率と予想物価上昇率の計測、それらに支えられた金融政策についてのコミュニケーションのあり方、頻繁に生じる供給ショックのもとの金融政策運営等のきわめて重要な問題に光を当て、世界の中央銀行コミュニティに貴重な知見がもたらされることを祈念すると述べ、開会挨拶を結んだ。

.....
2 詳細は、植田〔2025〕を参照。

3. 前川講演：Trust and Macroeconomic Stability: a Virtuous Circle（信頼とマクロ経済の安定：好循環）

カルステンスは、数多くの経済・金融危機に対峙してきた経験をもとに、公共政策に対する信頼（trust）の重要性に関する講演を行った³。まず、数多くの危機から得られた2つの重要な教訓を挙げた。第1に、危機の代償は大きいため回避することが最善であると述べた。第2に、経済と金融市場は常に変化するため、現在適切と思われる政策や枠組みも、最終的にはおそらく急速に変わる必要があると述べた。

続いて、信頼の重要性を強調した。信頼とは、あらかじめ設定された目標追求のために、公的機関が予測可能な行動をとり、その目的を成功させるという社会的期待のことであると述べた。国民が政策当局の行動を信頼している場合、国民は、そのような行動を前提に経済活動を行うようになり、また、短期的なコストを伴うものの長期的な利益を生む政策的措置をより受け入れてくれるようになる」と説明し、信頼は政策の有効性と正当性を支えるものだ」と述べた。

さらに、信頼のダイナミクスには好循環があると述べ、効果的で正当性のある政策は当局の目標達成を容易にし、それはさらなる信頼の蓄積へとつながり、好循環が生まれると説明した。しかし、このダイナミズムは逆の方向にも働く可能性がある」と警告し、信頼を維持することは絶え間ない課題だと述べた。

次に、マクロ経済政策が持つさまざまな側面、特に金融政策、金融システムの安定に係る政策、財政政策への信頼は、相互に密接に関連していると強調した。そのうえで、3つの具体例（中央銀行マネー、商業銀行マネー、公的債務）を挙げた。

第1に、中央銀行があわせ持つ側面のうち、最も基本的な中央銀行マネーの性質について論じた。中央銀行マネーに対する信頼が失われると、高インフレや急激な通貨安といった悲惨な結果を招きかねないと述べた。また、通常こうした出来事は、金融不安、経済成長の急激な鈍化、広範な雇用喪失、不平等の拡大、と密接に関係していると強調した。

第2に、中央銀行と商業銀行からなる2層構造の通貨システムのもとでの制度的取決めは、中央銀行が発行する法定通貨に対する社会の信頼を、商業銀行が扱う預金通貨にまで拡大させるという形で発展してきたと説明した。しかしながら、2層構造の通貨システムが存在するだけでは信頼を保証するのに不十分であり、銀行規制・監督や預金保険の整備等を通じて、銀行システムは支払能力を維持しなければならない」と主張した。さらに、近年生じてきた市場不安定化の事案は、ノンバンク

.....
3 詳細は、Carstens [2025] を参照。

部門に対する監督・規制強化の必要性を浮き彫りにしていると指摘した。

第3に、マクロ金融の観点から公的債務の持続可能性が重要であると主張した。公的債務の不履行は、金融システム全体を不安定化させることに加えて、安定的な金融政策運営を脅かすことになる」と論じた。具体的には、中央銀行が発行市場での国債買入れを余儀なくされ、財政従属（fiscal dominance）に陥る可能性を指摘した。

最後に、政策立案者があらゆる課題について特例的な政策を行うと期待させることは、国民の信頼を損なうことにつながっていくと指摘し、強い耐性と頑健性を備えた経済と金融システムを構築していくことが、政策を効果的にする最善の方法だと述べて講演を締めくくった。

フロアとの質疑で、オルファニデスは、信頼の定義には公的機関が予測可能な行動をとるという考え方が含まれているものの、実際の政策運営においてはシステムティックなルールに基づく政策よりも裁量が優先されることが多いとコメントし、この点についての対応策を問うた。カルステンスは、金融政策の枠組みは、予測可能性を高めるための確固たる基盤を提供すべきであり、中央銀行が裁量を行使する場合は、丁寧な説明を行い、行動を最終的な目的に結びつけるべきだと述べた。塩路悦朗（中央大学）は、非伝統的金融政策の実施期間中、中央銀行はさまざまな資産を購入したが、その結果、中央銀行により大きな役割を求める世論の圧力が高まったのではないかと指摘し、このような過度な期待を抑えて正常な状態に戻る方法について尋ねた。カルステンスは、世界金融危機（Global Financial Crisis: GFC）以降、中央銀行が唯一の選択肢だと認識され、金融政策は副作用がなく多くの目標を成し遂げられる万能なツールだという期待が高まったと指摘した。中央銀行ができることとできないことの境界線を引くにあたって、もう少し慎重が必要であったと付言した。ゴロドニチェンコは、政治的圧力が高まる中、中央銀行への信頼をどのように維持できるのかと尋ねた。カルステンスは、中央銀行の独立性を維持するために、中央銀行と政府との間で摩擦が生じることはやむを得ず、それが結果として中央銀行の信頼性を高めることになる」と答えた。また、中央銀行は、そういった摩擦に必要なタイミングで向き合うことが責務の一部であると心に留めておく必要があると述べた。岩田一政（日本経済研究センター）は、暗号資産が金融政策運営に及ぼす影響について尋ねた。カルステンスは、暗号資産は単一性や決済完了性といった通貨の役割を果たさないと答えた。

貝塚正彰（日本電気）は、財政政策への信頼を確保する観点から、日本においても政府から独立した財政機関が財政状況についてシナリオを提示したり監視したりすべきとの意見や、EUにあるような財政ルールを導入すべきとの意見があるが、どのように考えるかと問うた。カルステンスは、例えば英国のように、財政政策の帰結について中立的な評価を下すことができる何らかの自律的な組織を持つことが適当であろうと答えた。グランシャは、物価の安定と金融システムの安定の達成が

トレードオフの関係にあるとき、中央銀行が、異なる目的の達成には異なる手段を用いるとの分離原則を採用することは有益かどうかを問うた。カルステンスは、特に危機対応の際には、財政政策を含むすべての政策を同時に考えることが重要だと答えた。ラーフェンは、中央銀行はどのようにして短期的ではなく中期的な課題に焦点を当てることができるだろうかと質問した。カルステンスは、中央銀行のコミュニケーションの一環として、中期的なビジョンを明確に示すべきだと応じた。ハウザーは、中央銀行は、信頼の低下という社会的トレンドにどのように対処し、信頼を守ることができるのかと問いかけた。カルステンスは、過去 20～30 年間、金融・財政政策が経済の安定と成長の実現に非常に有効だと広く信じられてきたが、実際にはそうではなかったと述べ、中央銀行は、特に物価安定以外の目標を追い求める際は、積極的なアプローチをとることにより抑制的であるべきだろうと答えた。

4. 基調講演：Challenges for Monetary Policy and Its Communication（金融政策とそのコミュニケーションに関する課題）

オルファニデスは、シンプルな政策ルールを取り入れることで、政策の枠組みがいかに改善されうるのかについて論じた⁴。最初に、金融政策とそのコミュニケーションに関する課題として、見せかけの知識（pretence of knowledge）と裁量への傾向（proclivity for discretion）という相互に関連する 2 つを取り上げた。

続いて、シンプルな政策ルールが持つべき望ましい性質について述べた。具体的には、中央銀行の目標と整合的な形で物価安定の維持と景気循環の平準化に資することに加えて、情報の不完全性に対して頑健であることが望ましいと述べた。また、政策ルールに含める変数として予測値は有用だが、遠い先の長期についての予測値を用いるのは逆効果になりうると付言した。

次に、シンプルな政策ルールとして、「自然成長率ターゲティング・ルール（natural growth targeting rule）」を例示した。このルールでは、名目 GDP 成長率が、インフレ目標と実質潜在成長率の合計値で表される正常成長率（normal growth）から乖離した場合に、中央銀行に政策対応が求められると説明した。具体的に、米国のリアルタイムデータと予測データを用いて、上記のシンプルな政策ルールから示唆される政策金利を分析したところ、2019 年までの実際の政策金利の推移を概ね捉えられるとの結果が得られた。しかしながら、2021 年から 2022 年初にかけて、両者に大きな乖離があったことを指摘した。これは、ルールによるガイダンスが、連邦準

.....
4 詳細は、Orphanides [2025] を参照。

備制度（Federal Reserve: Fed）が政策金利を長期にわたって低位に据え置くことを避けるのに役立っていたであろうことを示す事例だと述べた。

最後に、ベンチマークとしての政策ルールについてコミュニケーションすることの主な利点をまとめ、講演を締めくくった。①ルールは、中央銀行に対する信頼を築き、政策上の大きな誤りを避けるうえで有用であり、システマティックな政策を推進できる、②ルールは、状況が許すもとの裁量的な行動を排除するものではなく、裁量を説明することに資するものである、③ルールが示唆する政策金利のリアルタイムの公表は、見通しの推移に明示的に紐づけられた政策金利に関するガイダンスにもなることから、中央銀行のコミュニケーションを改善できる。

フロアとの質疑で、ピーター・カジミール（スロバキア国民銀行）は、感染症やエネルギー危機、戦争といった予測不可能な出来事に直面した際にも適切であり続けるよう、政策ルールを定期的に見直すべきか、それとも例外条項や免責条項を追加すべきなのかと質問した。オルファニデスは、例外的な状況においては、中央銀行は政策ルールから逸脱できると述べ、その場合、中央銀行がこれまでルールを通じてコミュニケーションを行ってきたことは、なぜルールから逸脱するのか説明する際に役立つであろうと付言した。また、基準となる政策ルールは定期的に検証され、必要に応じて変更されるべきだと強調した。中村康治（日本銀行）は、GDP等の経済データはしばしば修正され、ときには大幅に修正されることもあると述べ、シンプルなルールに基づくリアルタイムな政策判断を採用する場合、データの遡及訂正に関する問題にどう対処するのかと問うた。オルファニデスは、修正の不確実性がより小さい変数を用いること等によって、重大な誤りが生じにくいシンプルな政策ルールを設計すべきだと返答した。

ダニエル・リース（国際決済銀行）は、Fedが公表する経済見通しにおいて、政策ルールとインフレ率等の見通しから示唆される政策金利が、政策金利見通しと大きく異なる場合がありうると指摘した。そのうえで、経済見通しと政策ルールとの間で、どのようにバランスをとるべきかと尋ねた。オルファニデスは、今後数四半期の経済見通しは政策ルールのインプットとして有用であるが、1年以上先の見通しを政策の指針として用いるべきではないと答えた。コーゼは、Fedは政策ルールを採用しているわけではないにもかかわらず、2021年から2022年を除いて、実際の政策金利は政策ルールと概ね整合的に推移しており、当時の経済情勢をかんがみると妥当だったのではないかとコメントした。続けて、グローバルなショックの影響を強く受ける小国開放経済における政策ルールのあり方について尋ねた。オルファニデスは、Fedの政策は多くの場合妥当であったことに同意しつつも、2021年から2022年の乖離は非常に大きかったと指摘した。また、グローバルなショックの影響をより受けやすい経済においても、インフレ率が上昇すれば政策金利を上げるという基本原理は変わらないと返答した。エルセグは、中央銀行はこれまで量的

緩和（Quantitative Easing: QE）等のバランスシート政策を積極的に行ってきたと述べ、こうしたバランスシート政策に関する裁量をどのように制御すべきか尋ねた。オルファニデスは、さらなる研究が必要だが、バランスシート政策に関するルール策定は可能で、バランスシート政策においても、システムティックなアプローチをとることは有益であろうと答えた。

5. 特別対談

特別対談の司会を務めた氷見野は、ウィリアムズをゲストとして迎えて、対話の中でいくつかの問いを投げかけた。それらの問いに対して、最初に、ウィリアムズは不確実性が高いもとでの金融政策運営について論じ、ある経済モデルにおいて最適な政策が、別のモデルでは非常にパフォーマンスが悪くなることがあると指摘した。したがって、高い不確実性に直面するもとでは、最適解をみつけるのではなく、複数のシナリオ下でうまく機能するアプローチを考える方がよいと述べた。

次に、インフレ予想について議論した。コロナ禍以前を振り返り、それまでの数十年間、米国のインフレ率が低位で安定していたことが、インフレ予想の形成に大きな影響を与えたと論じた。そのうえで、コロナ禍以降の5年間で、インフレに対する人々の認識が変化し、以前に低インフレを経験した世代のインフレ予想の分布が上方向にシフトしたと指摘した。これらを踏まえて、インフレ予想は望ましくない方向に変化する可能性があり、インフレ予想がしっかりとアンカーされていることを当然視すべきではないと注意を喚起した。

続いて、自然利子率に議論を転じ、グローバルな要因が自然利子率に与える影響について論じた。AIの普及等は生産性の伸びを押し上げるため、自然利子率を押し上げる可能性がある一方、通商政策の変化といったその他の要因は自然利子率を下げようと考えられるものの、どちらの影響が大きいかを予測することは困難だと説明した。

最後に、2025年4月に生じた資産価格のボラティリティの急激な高まりを振り返り、通商政策を巡る発表が米国市場に大きなショックを与えたとしながらも、市場は機能不全には陥らなかったと述べた。そして、「現金への逃避（dash for cash）」がみられた2020年3月とは大きく状況が異なっていたと述べ、レボ市場でも無担保コール市場でも特に問題は生じなかったと指摘した。

フロアとの質疑で、カルステンスは、中央銀行の自主性は不確実性の高まりに対応するうえできわめて重要であると強調し、中央銀行の自主性を確保するうえで制度設計が重要であると付言した。ウィリアムズは、そのコメントに同意し、中央銀行の独立性がうまく機能して物価の安定が強力に推し進められてきたからこそ、多

くの国に独立した中央銀行が存在すると答えた。インドラジット・ロイ（インド準備銀行）は、新興国の自然利子率を推計する際に、為替レートの変動を考慮することの是非を問うた。ウィリアムズは、モデルを新興国に適用するのであれば、為替レート等を十分に考慮する必要があると答えた。ゴロドニチェンコは、感染症、戦争、AI が労働市場に与える潜在的な影響を例示し、極端な不確実性にどう対処すべきかを尋ねた。ウィリアムズは、極端な不確実性に直面したときにおいても、リスク・マネジメント・アプローチは継続して有益であると応じた。オルファニデスは、独立した中央銀行は物価の安定を追求し、長期国債のリスクプレミアムを大きく下げることができるとコメントした。ウィリアムズは、その意見に同意し、インフレ率の低位安定化は、長期金利におけるインフレ・リスクプレミアムを中心としたリスクプレミアムの圧縮に寄与するだろうと述べた。

6. 論文報告セッション

(1) Reserve Demand, Interest Rate Control, and Quantitative Tightening（準備預金需要、金利コントロール、量的引締め）

ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、準備預金の需要と供給に関する理論的枠組みを構築し、米国のデータを用いて準備預金需要を推計し金融政策への含意を論じた⁵。最初に、準備預金は、GFC 以前は希少であったが、GFC 後、QE 等の非伝統的金融政策によって準備供給が大幅に拡大し、Fed は準備預金に対する付利を開始したと述べた。続けて、次の3つの問題を提起した。金利コントロールにおける準備需要の役割は何か、ショックによる金利変動を抑制するための枠組みは何か、準備需要は量的引締め（Quantitative Tightening: QT）にどのような指針を与えうるか。

これらの問いに答えるために、準備需要が銀行の最適化問題から導かれ、準備供給が Fed の債券保有額と貸出・投資ファシリティによって決定される理論モデルを構築した。この枠組みを用いて、Fed が平均的な均衡金利をどのようにコントロールし、均衡金利が準備預金の需要や供給へのショックによってどのような影響を受けるかを説明した。さらに、理論モデルから実証分析のための定式化を導き、米国の準備需要を推計した。

続いて、3つの主要な結果を紹介した。第1に、需要面では、準備需要曲線は右肩下がりになり、これは普通預金等の流動性預金量を所与としたもとで、追加的な準備預金から得られる利便性便益が減少していくためであると述べた。また、準備

.....
⁵ 詳細は、Lopez-Salido and Vissing-Jorgensen [2025] を参照。

需要曲線は、銀行の流動性ニーズの変化に応じてシフトすると述べ、そうした流動性ニーズは、銀行が負債として抱える流動性預金から主に生じていると説明した。供給面では、準備供給曲線は垂直部分と平坦な部分からなると説明し、準備預金が Fed のネット債券保有（債券保有から通貨や政府預金等の外的要因を差し引いたもの）に等しいときには垂直になること、また、準備預金が翌日物リバース・レポ等のファシリティによって減少する部分では準備供給曲線は平坦になると指摘した。そして、供給と需要が一致する点で均衡が決まると述べた。第 2 に、2009 年以降の米国の準備需要関数を推計し、流動性預金の成長を考慮すると安定した関係がみられると報告した。第 3 に、与えられたバランスシート規模のもとで、目標とする FF 金利（effective federal funds rate）を達成するために必要な付利金利（interest on reserves）を導出した。FF 金利と付利金利のスプレッドが 4bps に達する前に QT を終了することが、金利変動を高めないとの観点からは望ましいかもしれないと述べた。2025 年 3 月時点の準備預金と翌日物リバース・レポの合計は 3.6 兆ドルであり、今後 QT を継続しこれが 2.3 兆ドルまで減少すれば、準備預金は短期金利が急騰した 2019 年 9 月と同程度に逼迫するだろうと指摘した。

討論者の一上響（慶應義塾大学）は、2 点コメントした。第 1 に、準備需要の推計における欠落変数の候補として、金融規制、コミットメントライン、および非付保預金等を挙げた。第 2 に、FF 金利と付利金利のスプレッドが 2022 年から 2024 年にかけて安定していたことに言及し、なぜそのレジームを維持しないのか質問した。具体的には、同レジームを維持するには、Fed が大量の国債を保有する必要がある、長期国債を保有すると、タームプレミアムに影響を与える可能性がある一方、もし国庫短期証券が十分にある場合、長期国債の代わりにそれを大量に保有することは、問題を引き起こすことなく、QT より望ましいかもしれないと指摘した。また、日本銀行オペに関し、日本の無担保コールレートは付利金利を下回ること等から、準備預金がきわめて潤沢であることが示されていると述べたうえで、このことが、日本には下限ファシリティが存在しないもとでも、コールレートの安定が維持されている理由であると付言した。欠落変数について、ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、需要曲線の推計においてさまざまな要因を検討したが、有意なものはみつからなかったと答え、変数を加えると説明力は向上する可能性があるが、シンプルさを維持する方がよいだろうと返答した。

フロアから、トゥオマス・バリマキ（フィンランド銀行）は、米国における準備預金の管理において、過去 15 年から 20 年で最も変化した点は何かと尋ねた。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、GFC 以前、Fed は政府預金等の外的要因についての予測を考慮し、準備供給曲線の垂直部分を一定に保つように債券保有を調整していたと述べ、これを「能動的債券調整（active securities）」レジームと呼び、現在は、供給の変動がコールレートに与える影響が最小限である「受動的債券調整（super

passive securities)」レジームとなっていると返答した。アンドレア・ゲラーリ（イタリア銀行）は、準備需要の推計における欠落変数問題を取り上げ、銀行のノンバンク金融仲介機関（Non-Bank Financial Institutions: NBFI）へのエクスポージャーを含めることが有益かどうか質問した。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、NBFIによる米国債ベース取引のための資金が銀行によって供給されているのであれば、準備需要に影響する可能性はあると答えた。グランシャは、準備需要の推計において、銀行預金は準備需要に影響する説明変数として扱われていたが、その定式化には、準備預金の供給が銀行預金に影響する内生性の問題があるかどうか質問した。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、銀行預金は観測不能な流動性需要ショックをコントロールするために説明変数として加えており、銀行預金に対する操作変数は用いなかったと述べた。ハウザーは、例えば米国と英国における準備預金を供給するオペレーション・フレームワークの違いは経済厚生にとって重要かどうか尋ねた。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、英国のフレームワークのもとでは金利変動が小さく、その意味において違いは重要であるものの、フレームワークの選択は、中央銀行の利益に対するリスク等の他の要因にも依存していると答えた。小枝淳子（日本銀行）は、準備需要の推計において不確実性にどう対処すべきか質問した。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、例えば、推計で得られた90%予測区間を用いて対処できると述べた。

氷見野は、2020年3月の現金への逃避のようなストレス期において、推計された需要曲線からの乖離が観察されたかと質問した。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、準備需要はたしかに大幅に増加したが、Fedが準備供給を大幅に増加させることでFF金利の急激な上昇は避けられたと答えた。白塚重典（慶應義塾大学）は、現在FF金利は付利金利より低く、付利対象の金融機関にはFF市場で取引するインセンティブがないことを指摘した。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは同意し、政府系金融機関（Government Sponsored Enterprises）はFF市場の主要な貸し手であり、付利非対象であるため、付利金利を下回る金利で貸し付けていると述べた。渡辺努（ナウキャスト）は、準備需要曲線の推計モデルのスペックを、片対数から両対数に変更することで、結果に影響があるかどうかを質問した。また、中央銀行のバランスシートが大きいと財政規律が弱まるとの考えもあると述べ、最適なバランスシート規模を決定する際に財政規律を考慮すべきかどうか質問した。ヴィッシング＝ヨルゲンセンは、FF金利と付利金利のスプレッドは負になることが多いため片対数を使用したと答えた。また、財政当局と中央銀行は目的が異なると述べた。ハウザーの質問に関連して、ウィリアムズは、短期金利の小さな変動から生じる経済厚生の違いは小さいであろうと述べ、異なる法域は、金融安定や銀行間取引市場の機能度等にかかる、金利コントロール以外の広範な目的に基づいて異なる運営フレームワークを採用していると述べた。

(2) Monetary Policy and Inflation Scares (金融政策とインフレ懸念)

エルセグは、パンデミック後のインフレ高騰を説明する動学的確率的一般均衡 (DSGE) モデルを構築し、そのようなショックに直面するもとの金融政策運営について新たな見方を提供した⁶。当時を振り返り、インフレが当初、一過性のものであり、二次的な波及効果は最小限であるとみなされていたことに触れ、このため主要な中央銀行は初期の上昇を静観する (look through) ことになったと述べた。そのうえで、2つの問いを取り上げた。近年のインフレ高騰の背景にあるメカニズムは何か。供給ショックが、地政学的リスクや貿易不確実性等によって、より頻繁に発生する経済において、金融政策はどのように運営されるべきか。

これらの問いに答えるため、DSGE モデルに、供給ショックの持続性に関する経済主体の誤認識 (misperceptions)、インフレ予測に基づくテイラー・ルール、非線形フィリップス曲線、内生的な物価・賃金スライド (indexation) を取り入れた。このモデルでは、インフレ率が目標を持続的に上回った場合、物価・賃金スライドが内生的に強まると説明した。

続いて、主な結果を紹介した。第1に、供給ショックの波及効果は、経済の状態に依存すると述べた。インフレ率がすでに高い状態でコストを高めるような供給ショック (コストショック) が生じると、インフレ率が大きく持続的に上昇すると述べた。一方、インフレ率が目標水準に近いときに生じる同じコストショックは、一過性の影響しか及ぼさないと説明した。第2に、予測に基づくルールのもとで、ショックが一過性と誤認識された場合、コストショックは実質 GDP を短期的に押上げ、インフレ率はこぶ状 (hump-shaped) の反応を示しうると述べた。線形化された標準的な DSGE モデルでは、このような動きを説明できないこと、非線形性と誤認識が組み合わさるとコストショックの波及が変化しうることを指摘した。政策への含意については、インフレ率が目標に近く、ショックの規模が小さく一過性のものである可能性が高い場合、供給ショックを静観するという標準的な対応は総じて妥当であると指摘した。しかし、大きなショックに直面した場合、特にショックの持続性が不確実な場合やインフレ率が目標を大きく上回っている場合には、このような対応は問題になりうると付け加えた。また、インフレ率が当初目標を上回っている場合、インフレ率の確率分布は上方にゆがみ、インフレ率は望ましくない供給ショックに対してより脆弱になると強調した。

討論者のイ・ジェウオン (韓国銀行) は、大規模で持続的な供給ショックが経済を直撃し金融引締めが遅れれば、インフレ率が急上昇するというのが主なナラティブだと述べた。そして、物価・賃金スライドが加わり、さらに急勾配な非線形フィ

.....
6 詳細は、Erceg, Linde, and Trabandt [2024] を参照。

リップス曲線の影響により、インフレ率はより高く持続的になると付け加えた。そして、以下のコメントを述べた。第1に、過去の実績に連動した（backward-looking）物価・賃金スライドが論文の結果にとって重要だと指摘した。そして、実証的なエビデンスはまちまちだと主張した。賃金スライドについては、いくつかの研究により、その多くは将来見通しに連動する（forward-looking）ことが示されているほか、インフレ率に紐づいた賃金スライドは近年あまりみられなくなっていると述べた。また、米国の研究によれば、企業による賃金提示（wage posting）が支配的であり、賃金を提示する企業にとって、生産性に影響を与えることなく労働者の生活費を上昇させる「純粋な」供給ショックに対応して賃金を変更するインセンティブはほとんどないと指摘した。物価スライドに関しては、2022年に価格改定の頻度を高めたのは、多くが状態依存型価格設定企業だったことを示す英国の研究に言及した。そのような価格設定行動はインフレ率の急速かつ大幅な上昇を説明できるが、その迅速な価格調整はインフレの持続性を低下させる可能性があるとの付け加えた。さらに、大規模な財政刺激策と、それがもたらすインフレ圧力に関する中央銀行の誤認識も、パンデミック後のインフレの一因になった可能性があるとの指摘した。そして、需要サイドと比べて供給サイドのストーリーがどの程度重要なのかを尋ねた。エルセグは、コメントに同意し、過去実績に連動するスライドのパラメータは0.5以下に設定され、1970年代のデータで推計された持続性より低いと述べ、それにもかかわらず、モデルは供給ショックの強力な波及を説明することができると付け加えた。また、論文では主に供給ショックに焦点を当てたが、景気循環にとって需要ショックは重要だと付言した。

フロアから、植田は、この論文は、供給ショックがインフレ率に持続的な影響を及ぼしたとみられる日本の経験によく合致していると述べた。エルセグは、それは論文にとって有益な情報だと返答した。カルステンズは、新興市場経済では為替レートが価格形成メカニズムに影響を与えることが多いことに触れ、モデルをこうした方向に拡張するのは興味深いと述べた。エルセグは、新興市場経済にとって重要な為替レートと外部ショックがもたらすリスクを検討したいと答え、通貨安は、経済の状態に依存してインフレ率に持続的な影響を与える可能性があるとの付言した。コーゼは、高インフレ、経済の過熱、持続的なショックのうちどれが主な結果にとって最も重要なのかを尋ねた。ウィリアムズは、この間米国では物価と賃金の調整がはるかに速かったというエビデンスが多くあり、賃金から物価へのパススルーははるかに高かったと述べた。そして、どのメカニズムが本当に重要で、実証的に関連があるのか問うた。エルセグは、一過性のショックであれば主要な結果は得られないため、持続的なショックが非常に重要な要素だと答えた。また、供給ショックの持続性に関する誤認識も重要であり、もし中央銀行が早期かつ急速に金利を上げた場合、ショックの影響は小さくなると付け加えた。

ゲラーリは、この特定の環境における最適金融政策について尋ねた。エルセグは、共著者が最適金融政策の分析に取り組んでおり、今後の課題だと答えた。ジョン・リム・ハ（世界銀行グループ）は、金融政策が非線形な影響を持つ場合、政策引締めタイミングが重要かどうか質問した。エルセグは、政策引締めのさまざまなタイミングを検討するのは興味深いと答えた。一上は、内生的な物価・賃金スライドは、高インフレ下でインフレへの関心が高まることと関係があるのか質問した。エルセグは、関心の高まりに関係していると考えられるが、物価・賃金スライドの度合いが非線形に高まる転換点がどこにあるのかは、まだよくわかっていないと答えた。

(3) The Causal Effects of Inflation Uncertainty on Households' Beliefs and Actions（インフレの不確実性が家計の予想と行動に及ぼす因果効果の推計）

ゴロドニチェンコは、インフレの不確実性が、家計による消費、ポートフォリオ、労働供給、住宅ローン等の選択に与える影響について論じた⁷。インフレの不確実性の影響を分析することは重要であるものの、その因果効果を推計するためには対応すべき課題があると指摘した。まず、インフレ予想は内生的であると述べ、インフレの不確実性（2次モーメント）がインフレ水準（1次モーメント）と高い相関関係があることを指摘した。そのため、因果効果を評価するには、1次モーメントとは独立した2次モーメントの変動が必要であると主張した。また、インフレの不確実性に関する調査は少ないことに加えて、そのような調査があったとしても、最近のインフレ高騰までの数十年間、先進国では低く安定したインフレが続いたため、データにおけるインフレの不確実性の変動は限られていたと述べた。

こうした課題に対処するため、2023年9月に実施された欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）の消費者期待調査のデータを用いて、ランダム化比較試験（Randomized Controlled Trial: RCT）を実施し、RCT後の家計の実際の行動を計測するために、2024年1月までの通常の同調査データを用いたと説明した。RCTにおいて、調査対象の家計は、対照群と3つの処置群に無作為に割り当てられた。処置群1には専門家の平均インフレ予測に関する情報（1次モーメント）、処置群2には専門家間のインフレ予測に大きなばらつきがあるという情報（2次モーメント）、処置群3には両方が提供された。

続いて、インフレの不確実性が高まることで生じる因果効果について4つの主要結果を報告した。第1に、家計の耐久消費財の支出が数ヵ月間減少する。第2に、

7 詳細は、Georgarakos *et al.* [2025] を参照。

家計の資産ポートフォリオにおいて、リスク性資産（株式等）の保有が減少し、安全資産（普通預金等）の保有が増加する。第3に、労働供給面では、より積極的に職探しをするようになる。第4に、住宅ローンの金利タイプを選択する際、変動金利でなく固定金利を選ぶ傾向が高まる。

討論者の仲田泰祐（東京大学）は、金融政策分析では、不確実性が経済主体の行動に影響を与えないという「確実性等価」（Certainty Equivalence: CE）が仮定されることが多いと指摘した。この仮定は広く普及しているが、提示された RCT のエビデンスと整合的でないと論じ、CE の仮定が成り立たない場合、金融政策にどのような示唆を与えるか議論した。供給ショックが生じる経済を考えると、物価安定をより重視する金融政策は、CE のもとでは、インフレの変動を抑える代わりに GDP の変動が大きくなるという典型的なトレードオフが生じると指摘した。ここで、もし CE が成り立たないとすると、インフレ変動の縮小は GDP を増加させる一方、GDP 変動の拡大は GDP を減少させるため、変動だけではなく GDP の水準についてもトレードオフが生じると指摘した。このように、供給ショックが生じる経済では、不確実性は新たなトレードオフを増やすことになり、金融政策分析を複雑にする可能性があると主張した。2020 年代のこれまでの経験は、供給ショックが経済の主な変動要因となっていることを示唆していると付言した。ゴロドニチェンコは、今回と過去の RCT から得られた一般的な教訓は、人々はマクロ経済の変動を嫌い、安定を重視するということだと答えた。

フロアから、コーゼは、不確実性の源泉が、供給ショックまたは需要ショックであることは結果に影響するか尋ねた。また、企業のインフレ予想の不確実性が企業の意思決定に与える影響を分析する RCT の実施を提案した。エルセグは、インフレの不確実性と供給ショックの間に関係があるのか尋ねた。ゴロドニチェンコは、家計が不確実性を供給と需要のどちらのショックとして解釈しているかは不明だが、家計は供給要因がインフレの主要因と考える傾向を示唆する研究があると答えた。ニュージーランドの企業に関する研究では、不確実性が高まると投資が減少することが示され、これは、人々がマクロ経済の不確実性を望ましくないと考えていることを示唆していると付言した。青木浩介（東京大学）は、家計が所得見通しを所与として行動を変えるのか、それとも所得やその変動に関する見通しも変えるのか、どちらの解釈が正しいかを尋ねた。塩路は、インフレの不確実性の影響を実体経済の不確実性と切り分けて推計できるかどうか尋ねた。ゴロドニチェンコは、それらの質問に答えるためには、GDP 予想とその不確実性に関する処置を追加した大規模な RCT の実施が必要だと答えた。そのうえで、今回の RCT では、インフレの不確実性の処置前後で家計の GDP 予想に有意な変化がないことが確認されたため、GDP の不確実性は、推計された因果効果に影響していないことが示唆されると返答した。

一上は、標準的なニューケインジアン・モデルでは、インフレ予想が高まると中央銀行は金利をそれ以上に上げると予想されるため経済に下押し圧力が生じるが、それは、インフレ予想が高まると耐久消費財の購入が増えるという実証結果と非整合的ではないかと質問した。ゴロドニチェンコは、家計はモデルの一般均衡的な影響を十分に理解していないことを示唆するエビデンスが多くあると応じた。ゲラーリは、情報提供の処置を複数回行い、それらが相互に補強し合う影響を調査することを提案した。ゴロドニチェンコは、予算が許せば複数の処置は可能だと答え、過去のインフレに関する情報提供が、企業のインフレ予想に持続的な影響を与えているとする、イタリア銀行の調査を用いたりサーチを紹介した。渡辺努は、低所得者層に対する処置効果を調べることを提案し、流動性制約がある場合、低所得者層は反応しない可能性があるとは指摘した。また、実証結果がインフレ予想の変化によるものか、政策への期待の変化によるものか質問した。ゴロドニチェンコは、サンプルが少なく低所得家計における処置効果を検出できないと答えた。また、RCT は全体の因果効果についてはっきりとした答えを出す、必ずしも波及経路を識別できるわけではないと答えた。波及経路の一つとして、インフレ率に関する不確実性の上昇に対して、家計は名目賃金がさほど増えず家計の購買力に直接負の影響が生じると予想することから、耐久消費財の購入が減少することが推察されると述べた。

(4) Mind the Gap When Exiting Low-for-long（長期にわたる低金利からの出口と金融政策への示唆）

池田は、長期にわたる低金利政策が経済主体の認識や実体経済に与える影響について、理論と実証の両面で論じた⁸。まず、低金利を長期間維持する政策は、インフレ率が低いレジームにおいて経済を下支えすると述べた。しかし、低金利が長期にわたると、経済主体が、中央銀行が意図するよりも長く低金利が続くと認識してしまい、金融政策に対する経済主体の認識と実際の金融政策との間にギャップ（認識ギャップ）が生じる可能性があるとは主張した。さらに、認識ギャップがある中で金利が引上げられると、経済主体はそれを予期しない金融引締めと受けとめることになる述べた。政策は即座に変更しうるが、経済主体の認識もすぐには変わらないことから、その際に経済のボラティリティが高まる可能性があるとは強調した。

こうした新たな金融政策の波及経路を分析するため、理論面では、標準的なニューケインジアン・モデルに、金融政策ルールに関する経済主体の学習、金利の

.....
8 詳細は、Hagio *et al.* [2025] を参照。

実効下限制約 (Effective Lower Bound: ELB)、不完全な信認を伴うフォワード・ガイダンス (Forward Guidance: FG)、の3つを導入した。モデルを用いて低金利が長期間続くシナリオをシミュレーションし、認識ギャップが生まれる背景にあるメカニズムを考察した。実証面では、日本の専門家予測データを用いて、専門家が認識する金融政策ルールを推計した。

続いて、3つの主要結果を紹介した。第1に、長期にわたる低金利政策は、低金利下において緩和的な効果を生む一方、出口の際に引締めの効果を生む可能性がある」と述べた。具体的には、低金利が長引くにつれ、経済主体は、金融政策ルールに含まれる名目中立金利 i^* が低いと認識し、低金利の長期化を予想するようになる」と説明した。こうした予想は景気を刺激する効果を持つが、出口の際にはこの認識ギャップが修正され、金融引締めと受けとられることで景気を下押しすると述べた。第2に、FG に対する信認が低いと、こうした景気の振幅が大きくなると述べた。第3に、日本における i^* に関する認識をデータから推計し、モデルと整合的な性質を持つと論じた。具体的には、推計された i^* に関する認識は、金融政策ショックに対して正の反応を示し、そうした現象は学習のないモデルでは起こりえないと述べた。したがって、認識ギャップを通じた波及経路は、実際の政策にも関連すると述べた。

討論者のスペンサー・クレイン (シカゴ連邦準備銀行) は、一般的に、完全情報と合理的期待の下では、平均インフレ目標等の埋め合わせを伴う金融政策はうまく機能すると指摘した。しかし、現実世界はそうした環境とかけ離れており、経済主体は新たな政策について学習する必要があると強調した。さらに、このモデルから得られる重要なメッセージは、市場や人々が政策を理解し、それが信頼に足るものだとみなせば、政策の有効性が高まる点だと述べた。そのうえで、ELB 下では、政策金利が下限に張り付き動かないため、経済主体による学習が難しいと述べ、2点コメントした。第1に、中央銀行の政策ルールに、経済主体が認識する i^* とは異なりうる時間を通じて変化する i^* を追加した場合の結果について尋ねた。第2に、FG の信認度合いはモデルでは固定されているが、内生的に変化する可能性があり、したがって FG の有効性に影響を及ぼしうると指摘した。池田は、コメントに同意しつつ、中央銀行の政策ルールには、 i^* が含まれているが、それは定数として固定されていると返答した。また、FG の信認度合いは内生化できるが、それに上限があり、信認が不完全である限り、本モデルの主要結果は変わらないだろうと述べた。

フロアから、ウィリアムズは、物価水準目標政策ルール等の新たな戦略を導入すると、認識ギャップの問題に対応できるか質問した。池田は、ELB 下では学習が遅いことがこれまでの研究で示されており、仮に物価水準目標政策ルールを導入してもおそらくギャップが生じるメカニズムは維持されるだろうと答えた。新谷元嗣 (東京大学) は、いわゆる FG パズルに対処する手段として、FG への不完全な信認

と将来の追加的な認知的割引のどちらがより重要であるかを尋ねた。また、これらのパラメータを推計可能かどうか質問した。池田は、不完全な信認がより重要であるものの、パラメータを推計するのは難しいだろうと答えた。オルファニデスは、翌日物金利から長期金利に政策金利を変更することで、モデルにおける経済主体の学習が改善されるか質問した。池田は、長期金利を使ったモデルは構築可能かもしれないが、ある政策ルールから別の政策ルールに変更することは現実的に課題が大きいのだろうと答えた。ロイは、コロナ禍のデータを実証分析でどう扱っているか尋ねた。池田は、コロナ禍のデータも他のデータと同様に扱ったと答えた。ゴロドニチェンコは、1 年以上先に関する FG は人々の認識や意思決定にあまり影響しないとの結果が得られた RCT に関する論文に触れ、実際の FG への信認度合いは低いであろうと述べた。池田は、FG の信認に関する実証エビデンスによって、モデルのカリブレーションを改善できると答えた。

ゲラーリは、学習モデルにおける単純化の仮定を緩めることが結果に影響を与えるか質問した。池田は、モデルを解く計算負荷が課題であるが、仮定を緩めることを検討したいと述べた。岩田は、日本における FG が、認識ギャップを広げた可能性があるか尋ねた。また、足もとの i^* の推計値は現在の政策金利より低い、これは引締めの状況を示唆するのか質問した。池田は、もし経済主体が中央銀行の FG を不完全にしか信認しなければ、認識ギャップが生じる可能性がある述べ、また、この実証結果だけで金融政策の緩和・引締め度合いを判断するのは難しいと答えた。塩路は、実質中立金利に対する人々の認識と中央銀行の認識の、どちらがより重要か尋ねた。また、モデルに金融摩擦を取込むような拡張が可能か質問した。池田は、このモデルでは、実質中立金利と長期の予想物価上昇率の和で表される i^* に対する人々の認識が重要だと答え、中央銀行の認識についてはこの論文が考察できる範囲を超えると述べた。白塚は、長期の予想物価上昇率をモデルでどう扱ったか質問した。池田は、長期の予想物価上昇率は目標水準の 2% でアンカーされていると答えた。エルセグは、2015 年の Tealbook⁹ をみると、ゼロ金利解除時の市場予想と Fed 内部予想との間に小幅なギャップがあったと示唆されると述べた。池田は、有益な情報に謝意を示した。

7. 政策パネル討論 1

政策パネル討論 1 では、星が座長を務め、センチノ、ハウザー、カシュカリ、コーゼの 4 名のパネリストが、「不確実な経済における金融政策の課題」をテーマに議論を行った。

9 Tealbook は毎回の連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee）の前に作成される報告書。

(1) 座長およびパネリストによる発言

星は、最初に、世界経済を巡る不確実性は、時代を問わず常に近くにあったと述べたうえで、近年、不確実性が物価変動への影響を通じて金融政策に甚大な影響を及ぼしてきたと指摘した。当セッションを、現在直面している不確実性は過去と比べてどのような違いがあるか、政策当局者はいかに金融政策運営を行うべきかについて考える機会としたいと述べて、各パネリストへの発言へと進行を進めた。

センテノは、中央銀行は、シンプルで一貫性のある枠組みをベースに金融政策判断を行うことが望ましいと主張したうえで、世界経済を巡る不確実性が高い状況においては、最新の情報を踏まえて政策会合ごとに判断を更新していくといった柔軟性も合わせて求められると述べた。そのうえで、政策当局者が政策判断において経済の不確実性を強調しすぎると、不確実性の高まりを助長し責務を果たしていないと受けとられる可能性もあり、市場と丁寧にコミュニケーションしていくことの重要性は増していると指摘した。特に、金融政策に関する情報発信が経済主体の消費・投資行動に及ぼす影響にかんがみると、金融政策判断の根拠やそれに対する確信の度合いを丁寧に説明することがきわめて重要であると強調した。さらに、優れた政策判断には、良質なデータや、豊富な経済に関する知見、予期しない展開への備えも欠かせないと述べたうえで、新たなデータの取得やさまざまな角度からの調査・分析の重要性を指摘した。

ハウザーは、まず、経済の不確実性は、情報収集、経済・物価見通しの作成、金融政策の判断、コミュニケーション等、政策運営のさまざまな段階に影響すると述べた。また、不確実性と政策判断との関係を理解することは、コミュニケーションにとって不可欠であると説明したうえで、不確実性が金融政策運営に及ぼす影響を、整理して順番に考察していくことが重要だと指摘した。不確実性が経済・物価見通しに及ぼす影響に関しては、より精緻に把握できるようになってきたものの、グローバル・サプライチェーン等の供給要因を巡る不確実性が及ぼす影響については、十分には理解できていないという課題にも言及した。コミュニケーションに関しては、政策当局者が不確実性という文言を使えば使うほど、人々は政策当局者の意図を解釈することが困難になることから、明確かつわかりやすくメッセージを伝えることが重要だと強調した。

カシュカリは、過去 20 年間を振り返り、世界経済に大きな影響を及ぼしたショックと、その経験から得られた教訓について論じた¹⁰。まず、大きなショックが生じたときは、その影響と金融政策を巡る不確実性が両方とも高まると指摘し、政策当局者は、ショックの影響を分析する力や適切な政策判断力を磨いておく必要がある

.....
10 詳細は、Kashkari [2025] を参照。

と強調した。また、ショック時において、何が適切な政策対応なのか不明瞭な状況下では、事後的にやや後手に回ったとみなされる可能性があっても、慎重な政策判断が正当化されうると論じた。さらに、ショック時において、ショックの特性等を考慮しないシンプルな金融政策ルールに従うと、誤った政策対応を講じてしまう可能性について言及したうえで、政策当局者は、シンプルな金融政策ルールに依存することなく、最新の情報を踏まえながら柔軟に政策判断をしていくことが重要だと主張した。

コーゼは、政策金利の引上げ局面を分析した研究を参照しつつ、経済の不確実性が高いもとでの金融政策について得られた教訓を紹介した。はじめに、最近の利上げ局面では、失業率の目立った悪化を伴わずにインフレ率を低下させたという点において、金融政策運営は成功とみなせるが、利上げ開始の遅れとその後の急激な金利上昇が、实体经济と金融システムに負の影響を与えたと指摘した。具体的には、利上げ開始の遅れにより物価水準が大きく切り上がったことに加えて、急激な政策金利の引上げにより、金融システムの安定にかかるリスクが高まったと説明した。続けて、人々は物価水準の変化に敏感に反応する傾向にあると述べ、物価水準が大幅に切り上がると、インフレ予想のアンカリングに影響を及ぼしうると指摘した。最後に、これらの考察を踏まえ、インフレ率だけでなく物価水準にも注視すること、予防的な政策対応により金融システムの安定を確保すること、市場とのコミュニケーションを通じてインフレ予想のアンカーを維持することは、政策当局者にとってきわめて重要であると強調した。

(2) パネリストやフロア参加者での討議

星は、パネリストの発言を引用しつつ、経済の不確実性が高いもとで金融政策運営を行う際に、データや情報が果たす役割について、パネリストに問うた。あわせて、豊富なデータや情報を得たとしてもなお残る不確実性に対して、政策当局者はどのように向き合うべきか見解を尋ねた。

センテノは、地政学的リスクのような大きなショックを受けて急激に経済構造が変化する局面においては、経済モデルは十分に機能しないかもしれないと指摘した。そうした局面においては、タイムラグなく多角的な視点から経済状況の変化をモニタリングすることがきわめて重要であると述べたうえで、政策当局者としては、速報性の高いミクロデータの収集に努めることが肝要であると主張した。カシュカリは、新型コロナウイルス感染症のワクチンは、その当時の医療専門家の見通しよりもずっと早く開発されたこと等を例として取り上げ、こうしたワクチンの早期開発について、その当時にどういったデータを得ていれば予見できたのか明確

に答えることは難しいだろうと述べた。そして、それは現在直面している貿易関税についても当てはまり、その不確実性の影響を見通すために必要なデータや情報を、現時点で明確に示すことは非常に難しいと論じた。コーゼは、政策当局者にとって、多くのデータや情報を利用できることは有益であると述べ、データや情報を金融政策判断に活用するための専門的知見を蓄積していくことが重要だと主張した。データの活用例として、最近のデータの動きを過去のショック時と比較することで、金融政策判断のタイミングに関する示唆が得られる可能性に言及した。ハウザーは、データは政策判断に有用と述べたうえで、膨大なデータを使い精緻に分析することと優れた政策判断は必ずしも一致しないと論じた。政策当局者は、政策判断に際しては、深く考え市場とのコミュニケーションに丁寧に取り組むことが欠かせず、分析に多くの時間を費やすことは、適切な政策判断を難しくさせるだろうと述べた。また、イングランド銀行（Bank of England: BOE）での経験に触れつつ、高い不確実性のもとでの金融政策運営に関して、あらかじめ予期しない展開への備えとして政策対応に関する行動指針を整備しておくことに加えて、その都度、しっかりと時間を確保したうえで柔軟に対応することがきわめて重要だと主張した。

フロア質疑で、ウィリアムズは、中央銀行がインフレ見通しに関して複数のシナリオを提示し子細に説明することは、インフレ予想のアンカリングに役立ち、家計・企業の消費・投資行動の円滑化に資するだろうかと問うた。これに対して、カシュカリは、市場参加者や中央銀行関係者に、金融政策判断に関する考え方を理解してもらうために、複数のシナリオを提示することは有用であろうと述べたうえで、専門家ではない人々にとっては、シンプルなメッセージの方が効果的だろうと応じた。センテノは、通常、ECB では複数のシナリオを提示することはないと述べたうえで、2022 年春先に、ロシアのウクライナ侵攻が長期化するシナリオを活用した事例を紹介した。その当時、シナリオを活用することによって、経済やインフレ見通しがベースラインから大きく乖離する可能性について明確に伝えることができたと述べた。ハウザーは、シナリオ分析を行い、その結果をもとに、政策委員会において政策判断に関する議論を行うことは、ショック時に柔軟に政策対応するうえで有益だと述べた。そのうえで、専門家ではない人々に対して、さまざまなシナリオを提示し経済を巡る不確実性を説明しても、人々の行動に影響を及ぼすことはないだろうとの見解を示した。コーゼは、中央銀行は、シナリオに限らず何かしらの情報を提供する必要があると述べたうえで、とりわけ中央銀行がシンプルな表現でコミュニケーションを行うことが難しい場合においては、シナリオの提示は、市場参加者等が中央銀行の見方を理解する手助けとなりうると論じた。

中村は、中央銀行や国際機関が不確実性を伝えるために活用しているシナリオ分析について、内部で議論する際には非常に有用だと考えられるものの、専門家ではない人々は、メインシナリオへの関心がきわめて高く、コミュニケーション手段と

してシナリオ分析を効果的に使うことは難しいだろうと指摘した。そのうえで、専門家ではない人々とのコミュニケーションに、どのようにシナリオ分析をより効果的に活用できるか問うた。センテノは、シナリオ分析は、不確実性の所在を明らかにし、もし物事が予想していた方向と異なる方向に進んだときに起こりうる事象を伝えるために活用できると述べた。ハウザーは、シナリオを提示する際は、そのシナリオが実現した場合の政策対応まで含めて説明できないと、人々にとって役立つものにならないだろうと主張した。ウォラーは、従前より述べているように、複数のシナリオが同程度の確率で発生するような状況では、人々は、それぞれのシナリオにおいて政策当局者がどういった政策対応を講じるかについて強い関心を持つだろうと考えられるため、その際のコミュニケーションはそれほど難しくはないであろうと述べた。

オルファニデスは、不確実性下における慎重な政策が、インフレ率の変動にもかかわらず政策金利を据え置くことを意味しているのであれば、それは、何もしていないのではなく、政策判断を行っているとみなされるべきだと論じた。これに対して、センテノは、「何もしない」という対応は、明確な政策判断であると強調した。コーゼも、センテノと同様に、「何もしない」という対応は政策判断であると述べた。そのうえで、慎重な政策判断を続けている場合でも、政策当局者は、政策判断を変更するタイミング等に関する考え方を示すことが重要であると主張した。ウォラーは、従前より述べているように、慎重な政策アプローチは、何もしていないのではなく、インフレ率や失業率が上昇するリスクを回避するための熟考された対応である、と明確に伝えることが重要だと述べた。

エルセグは、近年生じた債務連動型運用戦略を採用する年金ファンドの流動性危機等を念頭に、中央銀行がノンバンク部門の規制への取組みを強化する必要性について質問した。これに対して、ハウザーは、英国年金ファンドの流動性危機に対応した経験を踏まえつつ、すべての予想外のイベントに対して、あらかじめ完璧な対応方針を用意しておくことはできないと述べ、その場その場で、柔軟に判断していくことがきわめて重要であると応じた。

グランシャは、カシュカリの冒頭発言に賛同し、政策当局者が、ショックの特性等を考慮していないシンプルな金融政策ルールに依存することに懸念を示した。そのうえで、コロナショック時におけるインフレの背景が、それまでのショック時とは異なっていたことも踏まえると、とりわけ近年のインフレ局面においては、シンプルな金融政策ルールに従うよりも、慎重に政策判断することが望ましいとの見解を述べた。センテノも、ショックの特性を理解することなしに、適切な金融政策判断を行うことはできないと論じた。例えば、近年のインフレ局面における政策判断にあたって、政府の財政支援策の影響を考慮することは欠かせないだろうと述べた。コーゼは、ショックの特性を理解するうえでの基礎研究の重要性に言及したう

えて、近年、数々の分析を通じて供給ショックの影響は持続的である傾向が明らかになってきており、供給ショックに対しては、これまでよりも早いタイミングで政策対応を講じることが適切となりうるとの見解を述べた。カシュカリは、経済活動への影響を評価するうえで中長期の実質金利の重要性に言及し、日々の市場の動きに過度に依存することなく、より長い目で注意深く観察することが求められると強調した。

8. 政策パネル討論 2

政策パネル討論 2 では、ウォラーが座長を務め、グランシャ、ラーフェン、ロンバルデッリ、レモロナ、内田の 5 名のパネリストが、「グローバル経済における金融政策」をテーマに議論を行った。

(1) パネリストによる発言

グランシャは、まず、グローバルに低下傾向を辿ってきた近年の財価格のインフレ率について、現在進行中の貿易を巡る各国の対応を受けて、これまでの低い水準を維持しうるかどうかが注目されると述べた。次に、さまざまな国で政府債務の水準が高まる中、財政負担の軽減や金融システム安定の確保等のために、インフレ進行を容認してでも金利を低く抑えようとする政策当局者のインセンティブに懸念を示した。そして、このような状況下、政策当局者にとって、インフレ予想のアンカーを維持すること、物価の安定と金融システムの安定のトレードオフを慎重に評価すること、中央銀行の独立性を維持することがきわめて重要であると強調した。最後に、グローバル経済を把握するうえで、資本フローや為替動向の重要性に言及し、現在、ドルポジションからの顕著な資金流出はみられていないものの、ヘッジ需要は高まっており、注意深いモニタリングが引き続き必要だと述べた。

ラーフェンは、はじめに、これまでグローバル化は、さまざまな経路を通じて、経済成長やインフレ抑制に大きく貢献してきたと述べた。そのうえで、現在、広範なグローバル化の巻戻しはみられていないものの、貿易関税を巡る不確実性が世界経済に大きな需要ショックをもたらしていると指摘した。次に、世界経済の不確実性の高まりは、リスクプレミアムの拡大等を通じてドル資金の調達コストを増加させ、グローバルに投資を減少させる可能性があると述べ、政策当局者は金融システムの安定をより高い警戒感を持ってモニタリングするようになっていくと付言した。この点、ストレス時に他の法域が実施しうる潜在的な政策対応も含めて、グ

ローバルな金融システムのあり方が以前と同じではないとの可能性も考慮したうえで、ユーロ圏における政策対応を考えていくことが重要だろうと論じた。

ロンバルデッリは、グローバル化は、過去数十年にわたり、生産性の向上を通じて経済成長の引上げに寄与してきたと述べたうえで、近年では、地政学的リスクや貿易関税等を背景に、グローバル化の行方を見通すことは難しい状況にあると指摘した。そのうえで、英国経済に関して、輸出はサービス中心であることから、関税の影響は相対的に小幅にとどまるとみられるものの、もしサプライチェーンが制約を受けることがあれば、その影響は予想以上に大きくなりうると述べた。また、影響度合いは、中国等の主要輸出国が輸出先を米国からそれ以外にシフトさせる度合いによっても、大きく変わりうることから、各国の対応を注視していると述べた。最後に、過去の英国の経験は、不確実性が長引けば、投資が抑制される等経済活動に負の影響が及ぶことを示唆していると論じ、現在は、とりわけ地政学的リスクや関税の影響を巡って、不確実性が高い状況にあると強調した。

レモロナは、新興国の経済・物価動向に焦点を当てつつ、為替レートが果たす役割の重要性について論じた。まず、世界各国のインフレを分析した研究を参照しつつ、新興国においては、コモディティ価格よりも為替レートがインフレに及ぼす影響が大きいと述べた。そのうえで、自国通貨の減価は、インフレ率やインフレ予想の上昇に寄与する一方、自国通貨の増価は、それらにほとんど影響を及ぼさないと説明した。次に、フィリピンの特徴として、株式市場や債券市場と比べて為替市場の規模が大きい、また、外国に出稼ぎに出ている労働者からの送金額がマクロでみて大きいという点を挙げ、フィリピンにおいては、とりわけ為替レートがインフレに及ぼす影響がきわめて大きいと指摘した。最後に、これらの点を踏まえて、為替レートが長期にわたり減価を続けると、インフレ率やインフレ予想が大きく上昇してしまうため、そうした場合には、為替介入も政策ツールの1つとして考えられるだろうと主張した。

内田は、2000年代初頭以降、グローバル化の中で各国のインフレ率は総じて低下してきたと述べたうえで、現在は、グローバル化の方向性を明確に見通すことは難しいものの、仮にグローバル化の流れが停滞すれば、インフレ圧力は強まる可能性があるとの指摘した。次に、日本の状況を振り返り、主要国とは対照的に、世界金融危機後も海外直接投資が増え続ける等、グローバル要因の影響をより強く受ける構造になってきたと説明した。続けて、こうしたグローバル要因もあって生じてきたデフレ圧力に対しては、さまざまな非伝統的金融政策を講じて対処してきたと述べた。また、グローバル要因に関して、理論的には、その影響を金融政策によって相殺できるものの、実際には、サプライチェーンの混乱の影響等をはじめ、グローバル要因の影響の大きさや持続性を正しく評価することは難しいと論じた。最後に、世界金融危機後における非伝統的金融政策の世界的な導入とその国際的な波及効果

に触れ、非伝統的金融政策の利点と欠点が、その政策を実施した国の視点に加えて開放経済の視点からも広く議論されること期待していると述べた。

(2) パネリストやフロア参加者での討議

ウォラーは、関税を巡る不確実性が世界経済に需要ショックをもたらしているというラーフェンの発言を取り上げ、関税を供給ショックとして捉える市場参加者もいると述べ、関税の特徴についてパネリストに問うた。グランシャは、まず、米国が講じている関税政策は、米国には負の供給ショックとして、他国には負の需要ショックとして作用すると答えた。もっとも、関税の引上げは、サプライチェーンに影響を及ぼすことがあれば、他国に負の供給ショックとしても作用しうると説明した。ラーフェンは、グランシャの見解に賛意を示したうえで、ショックの影響は、関税政策に対して米国以外の国がどのような対応策を講じるかにも依存すると述べた。内田も、グランシャの見解に賛同したうえで、さまざまな関税政策は、米国を含むすべての国において、経済成長を下押しする要因として作用しうると述べた。物価への影響は米国については押上げ要因となる一方、その他の国に対しては複雑であり、サプライチェーン制約の強まりを通じてインフレが進行する可能性はあるものの、基本的にはインフレの下押し圧力として作用するだろうと述べた。レモロナは、関税の引上げに対して、サプライチェーンが最適に再構築されるのであれば、その影響は緩和されるだろうと述べた。ロンバルデッリも、グランシャの見解に同意したうえで、米国の関税政策は、短期的には、米国以外の国においては、インフレ圧力とはならず、金融政策運営に大きな支障はきたさないとみられると述べた。もっとも、やや長い目でみれば、グローバル化を巻戻すことで、経済成長が下押しされインフレが進行する可能性も考えられると指摘した。

続けて、ウォラーは、中国からの輸出が、最近、米国以外の国向けに大きく増加している点に触れ、これが世界経済に及ぼす影響についてパネリストに見解を問うた。ロンバルデッリは、欧州が米国向け輸出の代替となっていると述べたうえで、短期的には物価の低下要因として作用するが、やや長い目でみた物価への影響を評価することは難しいと応じた。グランシャは、国際通貨基金のシミュレーション分析を参照しつつ、中国の輸出量は関税に大きく依存すると指摘した。具体的には、中国に対してのみ非常に高い関税が課されるシナリオでは、中国の輸出量は、欧州やアジア向けが増加することから全体としても増加する一方、すべての国に対して高い関税が課されるシナリオでは、中国の輸出量は、それほど変化しないとの分析結果を説明した。ラーフェンは、中国製品の欧州向け輸出の増加は、欧州の物価を低下させる方向に作用するだろうと述べたうえで、欧州連合による対応に応じて、

こうした物価低下圧力はより大きくなる可能性がある」と答えた。内田は、サプライチェーンやレアメタルにおける中国の重要性を指摘したうえで、多くの国において、中国からの輸入を他国からの輸入に完全に切り替えることは難しいだろうと論じた。

次に、ウォラーは、グローバル化の巻戻しが生産性を低下させるという見方について、グローバル化の進展が生産性を向上させてきたかどうかは必ずしも明白ではないと述べ、グローバル化と生産性の関係についての意見を問うた。ロンバルデッリは、貿易と生産性に関しては長期的にみて正の関係がみられると述べ、グローバル化の進展に伴う財の貿易増加は、製造業の生産性の向上に寄与してきたと考えられると説明した。他方、経済に占めるサービス業のウエイトが増える中、グローバル化を通じた生産性向上の計測が難しくなっていると述べた。ラーフェンは、AI技術と生産性について議論を深めていくべきであると述べたうえで、ECBにおける調査・研究の優先事項の1つは、技術と生産性であると付言した。レモナは、近年、先進諸国がアジア諸国に海外移転しているバックオフィス業務等のサービス業の生産性が向上している点に言及し、今後、AI技術がサービス業の生産性をさらに引上げるかどうかに注目していると述べた。グランシャは、レモナの見解に賛同し、今後の生産性の成長を牽引していくのはサービス業だろうと述べた。また、地経学的な分断は生産性を押下げる要因として作用すると指摘したうえで、今のところ、貿易量は大きく変化しておらず、世界経済は頑健性を維持していると述べた。内田は、グローバル化の巻戻し等により、仮にグローバル資本が生産性の高い米国から流出すれば、世界経済の成長に大きな負の影響が及ぶだろうと指摘し、世界経済の安定的成長のためには、グローバル資本の移動が妨げられないことが重要だと主張した。

フロア質疑で、小枝は、世界経済の不確実性が高い状況下において、中央銀行は、長期のインフレ予想をはじめとする比較的ゆっくりと変化する指標に、どの程度重きを置くべきかと問うた。ロンバルデッリは、BOEでは金融政策判断にシナリオを活用することも検討していると答えた。ラーフェンは、ECBは中期的な視点に基づいて金融政策運営を行っている」と説明したうえで、必要に応じて、やや短めのインフレ予想に着目したり、シナリオ分析を活用したりすることも考えられるものの、見方はわかれていると応じた。

若田部昌澄（早稲田大学）は、次の危機に直面する際に、中央銀行はそれに対処するに足る政策手段を有しているかと質問した。ラーフェンは、これまでに用いられてきた非伝統的政策は、中央銀行の政策ツールとして、しっかりと機能しうると応じた。グランシャは、危機への政策対応に関して、政府債務が膨らんでいる現状では、金融政策面というよりは、財政政策面の対応余地が小さくなっている可能性がある」と述べた。内田は、危機の影響が自国にとどまる限り、中央銀行は、何らか

の政策手段をもって対応できるだろうが、グローバルな危機に対しては各国間の協力が重要になるとの見解を示した。

シャン・メン・タン（シンガポール通貨庁）は、関税の影響を緩和するための財政政策の役割について見解を求めた。グランシャは、関税の影響が大きくなれば、一定程度の支援は避けられないだろうと述べたうえで、近年のエネルギー価格高騰対策としての財政支援に触れつつ、ひとたび財政支援策を導入すると撤廃することが難しく、丁寧に政策の枠組みを構築することが重要であると指摘した。内田は、財政政策は、需要不足に対応するための選択肢になるものの、それ以外への対応の選択肢となりうるかは明白ではないと述べ、この点についてさらなる議論が期待されると指摘した。

ロイは、内田の冒頭発表において各国のコアインフレが連動していることに触れつつ、コアインフレに影響を及ぼしうる要因として、貿易の開放度やコモディティ価格の動向、金融政策の協調を例示し、どういった要因がコアインフレの動きを説明するうえで重要なのかと質問した。内田は、ロイが指摘した要因はいずれも、インフレに影響を及ぼしているとは同意したうえで、財政政策の影響も無視しえないだろうと述べた。

コーゼは、中央銀行のインフレ目標にレンジを持たせることや、ヘッドラインインフレではなくコアインフレに重点を置くことに関して、パネリストに見解を問うた。ロンバルデッリは、中央銀行がインフレ目標を変更すると、人々に目標の達成が難しいという誤解を与えてしまう可能性があり、とりわけインフレが続いている現時点で、インフレ目標を変更することは望ましくないと応じた。また、人々は実際に支払う価格に関心が高いことから、中央銀行はヘッドラインのインフレをより重視すべきであると回答した。ラーフェンも、ヘッドラインのインフレの方が、人々が理解しやすく、中央銀行のコミュニケーション上もメリットが大きいと指摘した。

ゴロドニチェンコは、グローバルな課題に対応するために、中央銀行間で協調する余地について問うた。グランシャは、近年のインフレ局面では、多くの中央銀行が政策金利を上げたと指摘し、このように中央銀行が同じショックに直面する場合には、事前に示し合わせた形でないものの協調しうると述べた。もっとも、各国が異なる課題に直面している状況下では、中央銀行間で協調しうるかどうかが明らかではないと応じた。ロンバルデッリは、グランシャの見解に賛同しつつ、気候変動や地政学的問題等国际的な協調が必要とされる課題はあるものの、それは必ずしも中央銀行の役割ではないと主張した。内田は、中央銀行が供給できるのは自国通貨のみであり、ドルをはじめとする外貨に影響が及ぶ場合は、中央銀行間で密接な協調が求められると答えた。ラーフェンは、中央銀行の協調が十分に機能するには、Fedを含む主要中央銀行の関与が不可欠だろうと述べた。

参考文献

- 植田和男、「開会挨拶」、『金融研究』第44巻第4号、日本銀行金融研究所、2025年、33～40頁（本号所収）
- Carstens, Agustín, “The Mayekawa Lecture: Trust and Macroeconomic Stability: a Virtuous Circle,” *Monetary and Economic Studies*, 43, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2025 (forthcoming).
- Erceg, Christopher J., Jesper Linde, and Mathias Trabandt, “Monetary Policy and Inflation Scares,” IMF Working Papers, 2024, 260 (available at <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/12/20/Monetary-Policy-and-Inflation-Scares-559408>、2025年7月9日).
- Georgarakos, Dimitris, Yuriy Gorodnichenko, Olivier Coibion, and Geoff Kenny, “The Causal Effects of Inflation Uncertainty on Households’ Beliefs and Actions,” IMES Discussion Paper No. 2025-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2025.
- Hagio, Wataru, Daisuke Ikeda, Koji Takahashi, and Keisuke Yoshida, “Mind the Gap When Exiting Low-for-Long,” IMES Discussion Paper, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2025 (forthcoming).
- Kashkari, Neel, “Conducting Monetary Policy in an Uncertain Economy,” Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2025 (available at <https://www.minneapolisfed.org/speeches/2025/neel-kashkari-remarks-at-the-bank-of-japans-institute-for-monetary-and-economic-studies-conference>、2025年7月9日).
- Lopez-Salido, David, and Annette Vissing-Jorgensen, “Reserve Demand, Interest Rate Control, and Quantitative Tightening,” Working Papers, 2025 (available at https://drive.google.com/file/d/1CAF3X4pgSH0xcAVGfyyaBmm8TgCB_tEY/view、2025年7月9日).
- Orphanides, Athanasios, “Challenges for Monetary Policy and Its Communication,” *Monetary and Economic Studies*, 43, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2025 (forthcoming).

参考 1：プログラム

Tuesday, May 27, 2025

Opening Remarks

Speaker: **Kazuo Ueda**, Bank of Japan

Mayekawa Lecture: Trust and Macroeconomic Stability: a Virtuous Circle

Chairperson: **Seiichi Shimizu**, Bank of Japan

Lecturer: **Agustín Carstens**, Bank for International Settlements

Session 1: Reserve Demand, Interest Rate Control, and Quantitative Tightening

Chairperson: **Tuomas Vähimäki**, Bank of Finland

Paper Presenter: **Annette Vissing-Jorgensen**, Federal Reserve Board

Discussant: **Hibiki Ichiue**, Keio University

Keynote Speech: Challenges for Monetary Policy and Its Communication

Chairperson: **Peter Kažimír**, National Bank of Slovakia

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

Session 2: Monetary Policy and Inflation Scares

Chairperson: **Anna Breman**, The Riksbank

Paper Presenter: **Christopher J. Erceg**, International Monetary Fund

Discussant: **Jae Won Lee**, Bank of Korea

Session 3: The Causal Effects of Inflation Uncertainty on Households' Beliefs and Actions

Chairperson: **Rosmarie Schlup**, Swiss National Bank

Paper Presenter: **Yuriy Gorodnichenko**, University of California, Berkeley

Discussant: **Taisuke Nakata**, The University of Tokyo

Policy Panel Discussion 1: Monetary Policy Challenges in an Uncertain Economy

Moderator: **Takeo Hoshi**, The University of Tokyo

Panelists: **Mário Centeno**, Banco de Portugal

Andrew Hauser, Reserve Bank of Australia

Neel Kashkari, Federal Reserve Bank of Minneapolis

M. Ayhan Kose, The World Bank Group

Wednesday, May 28, 2025

Fireside Chat

Moderator: **Ryozo Himino**, Bank of Japan

Guest Speaker: **John Williams**, Federal Reserve Bank of New York

Session 4: Mind the Gap When Exiting Low-for-Long

Chairperson: **Stephen Murchison**, Bank of Canada

Paper Presenter: **Daisuke Ikeda**, Bank of Japan

Discussant: **Spencer Krane**, Federal Reserve Bank of Chicago

Policy Panel Discussion 2: Monetary Policy in a Global Economy

Moderator: **Christopher Waller**, Federal Reserve Board

Panelists: **Pierre-Olivier Gourinchas**, International Monetary Fund

Luc Laeven, European Central Bank

Clare Lombardelli, Bank of England

Eli M. Remolona, Jr., Bangko Sentral ng Pilipinas

Shinichi Uchida, Bank of Japan

参考2：参加者リスト

Kosuke Aoki	The University of Tokyo
Anna Breman	The Riksbank
Agustín Carstens	Bank for International Settlements
Mário Centeno	Banco de Portugal
Michael Cheng	Hong Kong Monetary Authority
Christopher J. Erceg	International Monetary Fund
Coletta Frenzel Baudisch	Deutsche Bundesbank
Takuji Fueki	Hitotsubashi University
Rhio D. Fuentes-Nuylan	Bangko Sentral ng Pilipinas
Hiroshi Fujiki	Chuo University
Andrea Gerali	Bank of Italy
Yuriy Gorodnichenko	University of California, Berkeley
Pierre-Olivier Gourinchas	International Monetary Fund
Jongrim Ha	The World Bank Group
Keiko Harimoto	Bank of Japan
Andrew Hauser	Reserve Bank of Australia
Yao He	People's Bank of China
Ryozo Himino	Bank of Japan
Johannes Hoffmann	Deutsche Bundesbank
Michal Horváth	National Bank of Slovakia
Takeo Hoshi	The University of Tokyo
Krista Hughes	Bank for International Settlements
Kenta Ichikawa	Bank of Japan
Hibiki Ichiue	Keio University
Daisuke Ikeda	Bank of Japan
Hiroshi Inokuma	Bank of Japan
Kazumasa Iwata	Japan Center for Economic Research
Masaaki Kaizuka	NEC Corporation
Kazushige Kamiyama	Bank of Japan
Neel Kashkari	Federal Reserve Bank of Minneapolis
Mitsuru Katagiri	Waseda University

Peter Kažimír	National Bank of Slovakia
Keiichiro Kobayashi	Keio University
Satoshi Kobayashi	Bank of Japan
Junko Koeda	Bank of Japan
Satoko Kojima	Bank of Japan
M. Ayhan Kose	The World Bank Group
Spencer Krane	Federal Reserve Bank of Chicago
Haruhiko Kuroda	National Graduate Institute for Policy Studies
Luc Laeven	European Central Bank
Stephane Latouche	Banque de France
Jae Won Lee	Bank of Korea
Clare Lombardelli	Bank of England
Ahmad Othman A. Mohd Ripin	Central Bank of Malaysia
Kazuo Momma	Mizuho Research & Technologies
Stephen Murchison	Bank of Canada
Junko Nakagawa	Bank of Japan
Koji Nakamura	Bank of Japan
Taisuke Nakata	The University of Tokyo
Yoshiyuki Nakazono	Yokohama City University
Asahi Noguchi	Bank of Japan
Álvaro Novo	Banco de Portugal
Athanasios Orphanides	Massachusetts Institute of Technology
Andrea Perin	Bank of Italy
Daniele Pianeselli	Bank of Italy
Andrea Raffo	Federal Reserve Bank of Minneapolis
Daniel Rees	Bank for International Settlements
Eli M. Remolona, Jr.	Bangko Sentral ng Pilipinas
Indrajit Roy	Reserve Bank of India
Toshiyuki Sakiyama	Bank of Japan
Martin Šanta	National Bank of Slovakia
Rosmarie Schlup	Swiss National Bank
Haruki Seitani	International Monetary Fund
Toshitaka Sekine	Hitotsubashi University

Seiichi Shimizu	Bank of Japan
Junnosuke Shino	Waseda University
Mototsugu Shintani	The University of Tokyo
Etsuro Shioji	Chuo University
Shigenori Shiratsuka	Keio University
Kenji Suwazono	Bank of Japan
Koji Takahashi	Bank of Japan
Sumiko Takaoka	Seikei University
Hajime Takata	Bank of Japan
Naoki Tamura	Bank of Japan
Siang Meng Tan	Monetary Authority of Singapore
Fumikazu Taniguchi	Bank of Japan
Shinichi Uchida	Bank of Japan
Kazuo Ueda	Bank of Japan
Tuomas Välimäki	Bank of Finland
Annette Vissing-Jorgensen	Federal Reserve Board
Masazumi Wakatabe	Waseda University
Christopher Waller	Federal Reserve Board
Shingo Watanabe	Bank of Japan
Toshiaki Watanabe	Hitotsubashi University
Tsutomu Watanabe	Nowcast
John Williams	Federal Reserve Bank of New York
Jonathan (Jon) Willis	Federal Reserve Bank of Atlanta
Mark Wynne	Federal Reserve Bank of Dallas
Tao Zhang	Bank for International Settlements