

2019年12月13日公表

米金融政策見直す「シカゴ・コンファレンス」

—FRBは2020年前半に方向性公表へ—

短期経済予測班：石井 康広、浦郷 忠右、梶田 脩斗

<監修>短期経済予測主査：西岡 慎一

▼ポイント▼

- ✓ 米国では、金融政策運営の見直しが実施されている。米連邦準備理事会（FRB）は、今年6月にシカゴでコンファレンス（以下、シカゴ・コンファレンス）を開催し、学者や中央銀行関係者などから金融緩和に関する意見を求めた。これを参考に2020年前半に見直しの方向性が公表される予定。
- ✓ コンファレンスでは、金融政策の戦略や手段などが議論された。戦略面では、現行の「インフレーション・ターゲティング」に代わり、「名目所得ターゲティング」の有用性を指摘する意見が多数みられた。手段の面では、量的緩和政策がマイナス金利政策やフォワードガイダンスよりも有効な政策として評価する向きがみられた。ただし、量的緩和政策については長期金利の低下余地がない日本などでは有効性が小さい点や、平時に中央銀行のバランスシートを正常化させることの意義が強調された。

【FRBの危機感が見直しの背景に】

米国FRBは金融政策運営の見直しに着手している。見直しの背景には、近年のインフレ率が政策目標（2%）を達成できていないうえに、今後の利下げ余地も限られるというFRBの危機感がある。見直しに向けた意見聴取の場として、FRBは2019年6月にシカゴ・コンファレンスを開催した。コンファレンスでは、著名な経済学者や中央銀行関係者らが招集され、2日間にわたり活発な議論が交わされた。

【コンファレンスの内容】

コンファレンスは、テーマの異なる7つのセッションと2つのパネルディスカッションで構成された（各セッションの内容は参考資料を参照）。テーマは、金融政策の①戦略、②手法、③コミュニケーションの3つに大別できる。セッションでは学術論文が議論のたたき台となった。強いコンセンサスが得られたわけではないが、興味深い論点がいくつかみられた。以下で主な内容を紹介する。

① 戦略

現行の「インフレーション・ターゲティング（足元のインフレ率2%を目標とする政策）」に代わる政策目標が議論された（セッション5）。有力な政策目標としてよく挙げられる「平均インフレーション・ターゲティング」は期待インフレ率の引き上げに有効としつつも、「名目所得ターゲティング」

の方がむしろ適切との主張が数多くみられた¹。①債務を抱える家計にとって名目所得の安定性こそが重要である点、②インフレ率の望ましいサイクル(好況期の低インフレ・不況期の高インフレ)が得られやすい点などがこの理由として指摘された。

米国の金融政策が新興国に強い影響を及ぼす点も強調され、中央銀行間の対話やドルスワップの重要性が確認された(セッション 3)。ただし、国内だけでなくグローバルな経済を政策目標に据えるべきとの積極的な主張はみられていない。物価安定は金融システムの安定と密接に関連しているとして、FRB が金融面のリスクに対応する必要性も強調された(セッション 7)。このほか、政策目標の 1 つ「完全雇用」を巡り、新たな指標が提案された(セッション 2)。

② 手段

ゼロ金利制約で政策効果は失われつつも、過去に実施された非伝統的な金融政策はイールドカーブのフラット化を通じて、景気浮揚につながった点が強調された(セッション 1)。別の報告でも、マイナス金利政策やフォワードガイダンスよりも量的緩和政策(QE)が有効と指摘された(セッション 6)。マイナス金利政策は銀行の収益性を損なうため、实体经济への波及効果(政策金利のパススルー機能)は限定的とのネガティブな指摘がみられた。

日本で量的緩和政策の効果が薄い点にも触れられ、イールドカーブがすでにフラット化していることが背景として挙げられた。非伝統的な金融政策を成功させるうえで、長期金利の低下余地が決め手となる点、平時に中央銀行のバランスシートを正常化しておくことの重要性が強調されている。

③ コミュニケーション

金融政策の透明性をいかに高めるかについて議論された(セッション 4)。経済見通し(SEP: Summary of Economic Projections)を個々の FOMC(米連邦公開市場委員会)メンバー別に公表すべきと提案されたが、メンバー間の見方の違いに注目が集まりすぎるなどの弊害が指摘された。現行のファンチャート(経済指標の予測値と予測誤差)の意義についても見解が分かれた。否定的な見解には、予測は不確実性が大きすぎて当てにならない点などが挙げられている。

一般の国民への説明責任を果たす観点から、声明文を平易な内容にすることや字数を減らすことなどが提案された。賛意を示す向きがみられたものの、一般の国民よりも、経済の専門家や市場参加者とのコミュニケーションをより重視すべきとの意見も多かった。声明文の簡素化は、市場参加者の誤解を招き、経済に悪影響を及ぼしかねない点が指摘されている。

【今後の予定】

以上の議論も踏まえつつ、FRB は 2020 年前半に見直しの方向性を公表する予定としている。検討状況は明らかではないが、たとえば、ブロード・セントルイス連銀総裁などは 10 月の講演で

¹ 平均インフレーション・ターゲティングが優れている理由として、物価水準ターゲティングと同様に「自動安定装置」を有していることが挙げられている。将来のインフレを許容することにより、期待インフレ率が上昇し政策金利を変更せずとも実質金利を押し下げることができる。また、一時的物価水準目標とは異なり、政策レジームの変更を要求しないことも大きな利点である。

「大きな変更は予想していない」と発言している。ただし、クラリダ FRB 副議長は 2%インフレ目標の達成に向けた戦略変更を真剣に検討していると述べている。

次頁以降、シカゴ・コンファレンスの各セッションの内容を掲げる。これらは以下の URL をもとにしている。

<https://www.federalreserve.gov/conferences/conference-monetary-policy-strategy-tools-communications-20190605.htm>

(参考)各セッションの主な内容

■セッション1:近年の金融政策の検証

報告者:エバリー・ケロッグ経営大学院教授、ストック・ハーバード大学教授、ライト・ジョンズ・ホプキンス大学教授

論文:連銀の金融政策の枠組み:レビューと評価(The Federal Reserve's Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment)

内容:

過去に実行した非伝統的金融政策の効果を経済モデルで検証。主要な結論は次の3点である。第一に、大規模な資産買い入れ(LSAPs:Large-Scale Asset Purchases)とフォワードガイダンスを組み合わせた政策は、金融危機の際、イールドカーブのフラット化を通じて有効に機能した。第二に、ゼロ金利制約が金融政策の効果を大きく減殺した。制約がなければ金融危機時のフェデラルファンド(FF)レートはマイナス5%が妥当な水準だった。第三に、より高いインフレ目標を設定し、それに合わせた政策金利を設定していたならば、失業率の低下が早まり、早期の利上げを実現できた。

主な質疑応答:

ドイツ銀行のフーパー氏は、1950年代から60年代にかけて、失業率の低下が賃金上昇に結び付いたが、近年はその関係が薄れている²ことに言及し、金融政策が労働市場の改善効果を持つとの分析結果に疑問を呈した。これに対して報告者のエバリー教授は、モデル分析によれば、積極的な緩和策を実行しても金融危機時の失業率は8%程度までにしか低下せず(実績は約10%)、財政出動でさらに失業率を下げる余地があったと述べた。

センター・オン・バジェット・アンド・ポリシー・プライオリティーズ社のバーンスタイン氏は、マイナス金利政策や株式などの資産買い入れ政策を検討したかと質問した。これに対して報告者のエバリー教授は、早期のLSAPsの実行は住宅ローン担保証券(MBS)の購入が市場を落ち着かせる効果をもたらした一方、マイナス金利政策はマクロ経済にほとんど効果がなかったと述べた。

フリードマン・ハーバード大学教授は、適切なインフレ目標を巡る研究が不足しているとし、インフレ目標の設定による長所と短所を分析すべきと主張した。これに対して報告者のストック教授は、インフレのコストに関する研究(インフレ率のコスト、価格分散コスト、価格再設定コストなど)は近年増加していると回答した。

テイラー・スタンフォード大学教授は、LSAPsとフォワードガイダンスを組み合わせた政策ルールの有効性に疑問を呈した。その理由として、フォワードガイダンスはイールドカーブをコントロールする明確な経路があるが、LSAPsの効果は確認されていないことを挙げた。これに対して報告者のストック教授は、イールドカーブのコントロールには両者の組み合わせが不可欠と回答した。特に、LSAPsなしでゼロ金利制約を克服できるのか疑問を呈した。

² 近年の先進国における失業率と物価の関係性の希薄化は”twin puzzle”(双子パズル)と呼ばれ大きな関心を集めている。詳細はGali and Gambetti(2019)参照。

■セッション 2: 完全雇用

報告者: エイブラハム・メリーランド大学教授、ハルティワンガー・メリーランド大学教授

論文: 労働市場はどの程度逼迫しているか? (How Tight is the Labor Market?)

内容:

政策目標の「完全雇用」をいかに把握するべきかについて議論した。失業率や欠員率が労働市場の Slack を適切に反映していない可能性を問題視し、近年の実証研究をベースに、市場の逼迫度を示す新たな指標として「GMLT (Generalized Measure of Labor Market Tightness)」を提案した。GMLT では、求職者を失業者だけでなく非労働力や転職者に広げるなどの工夫を施している。これによると、2018 年末の労働市場は、失業率や欠員率が示すほどにはタイト化していないことが判明した。

主な質疑応答:

マネタリー・ポリシー・アナリティクス社のマイヤー氏は、GMLT には自然失業率に相当する概念があるかと質問した。また、同氏ほか数人が、賃金・物価の関係を探るために GMLT をフィリップス曲線に含めるほか、産業・職業ごとのマイクロデータなどを使用して賃金との関係を分析してはどうかと提案した。これに対して報告者のエイブラハム教授は、自然失業率は推定していないと回答し、GMLT と賃金・物価との関係は今後の課題と述べた。求人数を調査した JOLTS (求人労働調査) データは小規模調査に基づいており、地域別、産業別、職種別といった詳細なデータがない点に言及し、JOLTS 調査の拡張が分析の範囲を広げるうえで有益と述べた。

米国野村証券のアレクサンダー氏は、完全雇用を上回る労働市場のタイト化は、低インフレ環境を転換させて経済を活性化させることができるかと質問した。報告者のエイブラハム教授は、現在は低インフレの解消よりも、労働市場に多くの人を呼び込んでいる便益の方が大きいと回答した。ただ、完全雇用を上回るタイト化により、以前では考えられなかったような労働者が採用されているとし、そのような雇用に持続性があるかどうか、いわば「逆履歴効果」(一時的な需要の過熱が持続的な供給増を生む効果)が働くかどうかという点をポイントとして挙げた。

シカゴ連邦準備銀行のシュルホファーウォール氏は、就労意欲を循環的な要因と構造的な要因に識別することは難しいほか、構造的な要因の影響を受ける長期失業者を有効な求職者でないとする仮定は、金融政策に何もしなくていいという誘因を与えるのではないかと指摘した。サンフランシスコ連邦準備銀行のルダック氏は、報告者らの結果に反して、就労意欲は景気に逆循環しているとの研究結果が数多くあると指摘した。これに対して報告者のエイブラハム教授は、就労意欲を労働市場の指標から推計している点が景気循環的な結果を招いている可能性を指摘した。既存研究のように求職に費やした時間を就職意欲の代理変数として用いることに、否定的な見解を示した。労働市場の構造変化が、市場の逼迫度に及ぼす影響を深く考えるべきという点には同意した。

グラントソントン・インターナショナルのスウォンク氏は、現在の労働市場は 1990 年代後半と類似していると指摘し、政策立案者と経済学者は非熟練労働者の就職を阻む障壁をもっと考える必要があると述べた。ダラス連邦準備銀行のカプラン氏は、ダラス連銀が管轄する地区の調査で、数学・科学・読解力の遅れが重要な構造的な問題であると述べ、この問題に対処するにはどのような政策が効果的であるかと質問した。報告者のエイブラハム教授は、幼児教育の改善に重点を置くことが重要であると回答した。

■セッション 3: 金融政策のグローバルな側面

報告者: オブストフェルド・カリフォルニア大学バークレー校教授

論文: グローバルな視点からみた米金融政策 (Global Dimension of U.S. Monetary Policy)

内容:

米国の金融政策と国際経済の相互依存関係について議論した。1990年代以降、賃金がインフレ率に及ぼす影響は低下しており、グローバル化による競争激化などがその要因となっている可能性を指摘した。為替市場に不均衡が生じると、米国と相手国双方の資金の流れが、為替レートの調整を経ずに、直接、マクロ経済や金融に影響を及ぼす可能性がある。このため、米国の金融政策が他国を介して米国自身に影響を及ぼす跳ね返り効果 (spillback) が大きい。主要国以外はドル建てで輸出入を行っており、ドルの増価は世界貿易を縮小させる傾向がある。ドル建て債務も増加しており、FRBはドルの最後の貸し手としての役割も大きくなっている。

主な質疑応答:

ロゴフ・ハーバード大学教授は、旧ソ連・アジア・ラテンアメリカなど多くの国は自国通貨を対ドルレートで固定しており、ドルの役割が重要性を増している点に言及し、非伝統的金融政策が自国に及ぼす影響は他国への波及効果を考慮せずに検証することが困難になっていると指摘した。FRBのウィルソン氏は、海外の動向がFRBの戦略、手段、コミュニケーションにどう関連しているかと質問した。報告者のオブストフェルド教授は、低い自然利子率が海外経済の動きとどう関連するかを理解することが重要と述べた。特に、米金融政策が新興国に及ぼす影響とその跳ね返り効果を認識することが重要とし、経済モデルに海外部門を取り入れるべきと主張した。

ピーターソン国際経済研究所のギャニオン氏は、米国外の政策当局は、彼ら自身が米国債を購入しているにもかかわらず、FRBの量的緩和が為替に大きく影響する点に不平を漏らしていると指摘した。そのうえで、量的緩和と伝統的な金融政策で、新興国市場に及ぼす波及効果 (スピルオーバー効果) に違いはあるかと質問した。報告者のオブストフェルド教授は、量的緩和のスピルオーバー効果はよくわかっていないと回答した。また、量的緩和が経済に影響を及ぼすならば、海外による米国債購入も同様の効果を持つと述べ、量的緩和で生じる問題は為替介入で生じる問題と共通点が多いと述べた。

ブラックロックのフィッシャー氏は、世界経済に占める米国の割合が低下しているにもかかわらず、依然として米国が重要な地位を占めるのは資本収支が重要だからと述べた。そのうえで、市場とコミュニケーションを取る際、国際収支統計の貿易変数と金融変数のどちらを強調すべきかと質問した。報告者のオブストフェルド教授は、貿易変数と金融変数のどちらを重視するかは、その時点の状況に依存すると回答した。さらに、世界GDPシェアに占める米国の貿易シェアは、世界の金融取引における米ドル取引のシェアより小さく、米国金融市場の深化と米ドル取引の広がりこそが強調すべき変数と述べた。

ラジャン・シカゴ大学経営大学院教授は、金融政策の変化を為替レートの変化で吸収しきれないのであれば、中央銀行は国内経済に注意を払うだけでは意味がないのではないかと述べ、中央銀行の使命が国内経済だけでなくグローバルに広がったのではないかと質問した。これに対して報告者のオブストフェルド教授は、国民に対する容易な説明が可能という点で、中央銀行の使命は国内経済に限定した方がよいと回答した。しかし、各国の中央銀行は明確に政策協調をしていなくても、互いの信頼と開かれた対話が必要だと述べた。

■セッション 4: コミュニケーション

報告者: チェケッティ・ブランダイス大学国際ビジネス・スクール教授、シェーンホルツ・ニューヨーク大学スターン・スクール教授

論文: 金融政策のコミュニケーション改善 (Improving U.S. Monetary Policy Communications)

内容:

20 数名の政策専門家へのインタビューを通じて、FOMC の情報提供のあり方を検討した。コミュニケーションの改善に向けて、①広報の簡素化、②状況変化への対応の明確化、③不確実性とリスクの強調という指針を挙げた。具体例として、会合後の声明文を簡素化するほか、インフレポートを導入することを提案した。経済見通しと将来の政策経路を巡るコミュニケーションも調査し、個々の FOMC 委員の経済情勢予測 (SEP) を紐づける「SEP マトリックス」の導入を提案した。毎年 1 月に FOMC の投票メンバーが入れ替わる際、個々の委員の長期目標と金融政策戦略に関する声明を公表することも提案した。投票メンバーの交代で FOMC の議論の方向性がどのように変化したかを明確にできると主張した。

主な質疑応答

ブラックロックのフィッシャー氏は、政策委員の予測値は不確実性が大きすぎて当てにならないため、FRB は SEP のファンチャート (予測値と予測誤差を示したもの) の拡充を嫌がるだろうと述べた。しかし、SEP マトリックスの公表は、FOMC の投票メンバーの経済予測を知るうえで有用と述べた。ブルッキングス研究所のコーン氏は、報告者らが提案する 3 つの指針に同意するが、個々の委員間の違いが注目されすぎる可能性があり、SEP マトリックスを作成することに反対した。

マネタリー・ポリシー・アナリティクス社のマイヤー氏も、SEP マトリックスを公表するとの提案には同意するが、委員を特定する必要はないと述べた。そのうえで、FOMC は、金融市場と一般国民のどちらとの対話を重視すべきかと質問した。報告者のチェケッティ教授は、FOMC が効果的に不確実性の度合いを伝えることは重要と述べ、ファンチャートはそれに資すると主張した。また、FOMC は、入手した情報に基づきどのように政策を調整したか迅速に国民に伝えるべきと述べた。現在公表されている SEP は、各委員の予測の中央値でしかないため、SEP マトリックスの公表で各委員の過去の政策金利の見通しを特定できる利点があると述べた。

ブラインダー・プリンストン大学教授は、FRB がコミュニケーションを取るべき主体は金融市場の専門家・報道関係者・一般国民であるが、声明文は専門家を対象にすればよいと述べた。その理由として、一般国民への平易な説明はきわめて困難である点を挙げた。コーナーストーン・マクロ社のペルリ氏は、FRB は市場関係者とコミュニケーションを取ることが最も重要であり、現在のコミュニケーションは景気の転換時を除いて、非常にうまくいっていると述べた。スタインソン・カリフォルニア大学バークレー校教授も、FOMC が一般国民とコミュニケーションを図るべきとの主張に反対した。その理由として、金融市場の専門家が FRB の意図を誤解し、債券市場を通じて経済に波及する恐れがあることを挙げた。一方、ゴロドニチェンコ・カリフォルニア大学バークレー校教授は、コミュニケーションの相手が市場関係者だけでは、政策効果は一部のグループにしか波及しないのではないかと指摘した。これに対して報告者のシェーンホルツ教授は、FOMC は金融市場、議会、一般国民に対して幅広く意見を述べるべきで、これが FOMC 広報の簡素化という提案につながっていると回答した。

■セッション 5: 金融政策の戦略

報告者: スヴェンソン・ストックホルム商科大学教授

論文: 米連銀の金融政策戦略 (Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve)

内容:

FRB の 2 つの使命 (雇用最大化と物価安定) を満たす政策ルールを分析した。伝統的なテイラー・ルールは、複雑に変化する経済情勢への対応という点で柔軟性に欠くとし、「フォーキャスト・ターゲティング」を推奨した。フォーキャスト・ターゲティングを実行する手順は以下の通りである。①前回の FOMC 以降に得た情報をもとにインフレ率・失業率予測を改定、②これをもとに最適な政策金利を決定、③政策決定のプロセスとインフレ率・失業率の見通しを公表。テイラー・ルールと異なり、利用可能なあらゆる情報と政策決定者の主観を織り込んで政策決定できる点で柔軟と主張した。フォーキャスト・ターゲティングは、物価水準ターゲティングや平均インフレーション・ターゲティングなどにも応用できると指摘した。FRB が直面する制約³を考慮すると、フォーキャスト・ターゲティングと平均インフレーション・ターゲティングを組み合わせることが効果的と主張した。

主な質疑応答:

ピーターソン国際経済研究所のポーゼン氏は、インフレ期待を短期的に上げる方策はあるかと質問した。報告者のスヴェンソン教授は、平均インフレーション・ターゲティングは、当初のインフレ期待にはあまり効果がないかもしれないと回答した。ただし、インフレ率が目標値から乖離する状況に民間部門が慣れてくれば、短期的なインフレ期待は変動しつつ、長期的なインフレ期待は安定しうると述べた。また、FOMC の経済見通しでインフレ目標からオーバーシュートする予想を示せば、インフレ期待は高まりうると述べた。

シムズ・ノートルダム大学教授は、賃金粘着性と価格粘着性の両方を組み込んだモデルでは、名目所得ターゲティングが好ましい結果をもたらすと指摘した。ダラス連邦準備銀行のケーニヒ氏は、シムズ教授の主張に同意し、債務負担を負う家計にとって名目所得の安定が望ましいと述べた。セントルイス連銀のブラード氏は、名目所得ターゲティングは、スヴェンソン教授が望ましいとした景気とインフレの逆相関をもたらす点に言及し、近年の研究 (価格粘着性よりも契約上の摩擦を重視したモデル) では、名目所得ターゲティングが最適と述べた。これに対して報告者のスヴェンソン教授は、名目所得ターゲティングでは、名目所得は達成されながらも、実質経済活動とインフレの両方が目標から外れるケースが生じると指摘し、FRB の使命 (完全雇用と物価安定) が十分に達成できない可能性を懸念した。さらに、名目所得を正確かつ迅速に測定できない問題もあるとした。カナダ銀行のコジッキー氏は、名目所得ターゲティングはカナダ銀行で 1980 年から研究されてきたことに言及し、インフレ目標に比べて、コミュニケーションに関する課題が多いと指摘した。

ブラード氏は、フォーキャスト・ターゲティングは、政策決定に過度な裁量を許し、インフレ期待が安定しなくなる可能性があるのではないかと質問した。これに対して報告者のスヴェンソン教授は、政策当局が目標にコミットすることで、判断力を発揮しつつ、過度な裁量を排除することができるかと回答した。コジッキー氏は、実際の金融政策は裁量的であり、スヴェンソン教授の仕組みは、裁量的な判断の側面を定式化したと解釈できるのではないかと述べた。

³ 中央銀行の信認、ゼロ金利制約、フラット化したフィリップス曲線などが挙げられている。

■セッション 6: 金融政策の手段

報告者: シムズ・ノートルダム大学教授、ウー・ノートルダム大学准教授

論文: 中央銀行の政策手段の評価: 過去、現在、そして未来 (Evaluating Central Banks' Tool Kit: Past, Present, and Future)

内容:

非伝統的な3つの政策(量的緩和、フォワードガイダンス、マイナス金利政策)の効果をモデルで比較した。モデルは、Gertler and Karadi (2011) を拡張し、①金融仲介部門と②債券市場の市場分断⁴を導入した。シミュレーションの結果、量的緩和が最も効果的であることが判明した。従来の政策(0.75%の利下げ)と同じ効果を発揮するには、マイナス金利政策とフォワードガイダンスはそれぞれ2%近くの大規模な利下げを必要とする。一方、量的緩和は、GDPの4%程度の資産買い入れで済むほか、金利の下限や信認の制約はなく、柔軟な対応が可能とした。ただし、中央銀行のバランスシート拡大は正常化の遅れなどの問題を招く点も指摘した。

主な質疑応答:

ヴィッシング-ジョルゲンソン・カリフォルニア大学バークレー校教授は、モデルでは社債のデフォルトが内生化されておらず、量的緩和の効果をうまく捉えられていないと指摘した。また、量的緩和の波及経路は、銀行の資本制約経路⁵だけではなく、安全資産の希少性(scarcity)経路⁶、シグナリング経路⁷など様々であり、どの経路が重要かは経済環境により変化すると述べた。これに対して報告者のウー准教授は、社債と国債の利回りスプレッドを決定するパラメータの内生化は困難であるが、シグナリング経路をモデルに加えることは可能と回答した。

ロゴフ・ハーバード大学教授は、2010年からの量的緩和第2弾(QE2)と12年からの量的緩和第3弾(QE3)の効果に多くの論争があることに触れ、量的緩和の機能を国債の満期変換機能と社債の購入機能に区別することが重要ではないかと述べた。報告者のウー准教授は、QE2の有効性に議論の余地があるが、QE3はBBB社債のスプレッドやシャドー金利を低下させた点を指摘した。量的緩和を2つの機能に分けるべきとの指摘には同意した。

米国野村証券のアレクサンダー氏は、モデルに海外の安全資産に対する需要を含めたらどうかと提案した。また、FRB保有資産の望ましい満期構造とバランスシートの最小サイズを決定できるか問うた。エバーコアISI社のゲーハ氏は、マイナス金利の悪影響から銀行を保護する政策を検討したかと質問した。報告者のウー准教授は、モデルは閉鎖経済で、海外の影響は考慮できないと回答した。満期構造については、モデルでは短期債と長期債を1つずつ仮定しており、分析は可能と回答した。シムズ教授は、既存研究では、マイナス金利政策は、銀行の収益性を低下させ、政策金利のパススルー機能が破綻すると論じられているとし、モデル分析は可能と述べた。ヴィッシング-ジョルゲンソン教授は、既存研究では、欧州中央銀行に債券を売却したのは外国人ばかりだった点に言及し、FRBに債券を売却した投資家の特性を調査することは有意義と述べた。

⁴ 債券市場の投資家を、短期債を選好する投資家と長期債を選好する投資家に分類。短期債と長期債の間の裁定が崩れることで長期国債の買い入れが経済に影響を持つようになる。詳細はVayanos and Vila (2009) 参照。

⁵ 中央銀行によるリスク資産買入は銀行の自己資本制約を緩め、経済に正の影響を与える経路のこと。

⁶ 中央銀行が資産を買い入れることで、その資産価格を上昇(利回りは低下)させ、経済を刺激する経路のこと。

⁷ Krishnamurthy and Vissing-Jørgensen (2011) は、2009年3月から10年10月の量的緩和第1弾(QE1)が、FFレート先物金利を有意に押し下げた事実に基づき、量的緩和には市場参加者の将来のマクロ経済環境に対する期待を変える効果があると主張した。著者らはこれをシグナリング経路と呼称している。

セントルイス連邦準備銀行のアンドルファット氏は、日本の量的緩和はうまく機能しなかった点を指摘した。ベレンベルグ・キャピタル・マーケッツ社のレビー氏は、金融政策の成功に向けて、FRB が実行できることはあるかと質問した。報告者のウー准教授は、日本のイーロードカーブはフラットであることが機能しない要因であり、長期金利の引き下げ余地が重要と述べた。シムズ教授は、将来的に非伝統的な金融政策を成功させるうえで、中央銀行のバランスシート正常化が重要と述べた。

■セッション 7: 金融安定化と金融政策

報告者: カシャップ・シカゴ大学経営大学院教授、シーガー・イングランド銀行

論文: 金融システム安定と金融政策 (Financial Stability Considerations and Monetary Policy)

内容:

報告者らは FRB と FSOC (Financial Stability Oversight Council: 金融安定監督評議会) が金融システムを管理する仕組みが十分でないことを問題視した。物価と金融システムには相互依存関係があるため、FRB が金融システムのリスクに対処すべきと主張した。FRB は金融安定報告書 (Financial Stability Report) を公表するなど金融システムに目配りするも、危機を未然に防ぐ手段を持たない。FSOC の管理対象にはノンバンクが入っておらず、債務の増加を制限する権限もない。これを踏まえて、以下の3つの案を提示した。①FRB と FSOC を再編し、FRB の政策手段と権限を拡大、②FRB が連邦準備法の改正を議会に要請し、金融システムの安定を政策目標に追加、③連邦準備法が改正されずとも、「物価安定」と「完全雇用」には金融システムの安定が不可欠と解釈し、金融システムへのリスクに FRB が対処。議会が専門家委員会を設置して、これらの案の短所を検討することが必要と述べた。

主な質疑応答:

サンフランシスコ連邦準備銀行のルダック氏は、中央銀行に金融システム全体のリスクを評価する「マクロプルーデンス」の権限を与えることに疑問を呈した。その理由として、他国では財務省のような行政機関に権限を持たせている事実を挙げた。これに対して報告者のカシャップ教授は、必ずしもマクロプルーデンスの権限を中央銀行が保有する必要はないと回答した。ただし、金融システム安定の責任と手段の双方を同じ機関が持つことは不可欠と主張した。

ブラックロックのフィッシャー氏は、大手金融機関は業績が悪化すれば公的機関により救済される一方、ノンバンクはモラルハザードを防ぐことを理由に救済されない点に疑問を呈した。これに対して報告者のシーガー氏は、ノンバンクへの規制が少ない理由は、金融機関のリスクに比べ、金融システムや経済に与える影響が小さいと考えられているからと回答した。

グールズビー・シカゴ大学経営大学院教授は、FRB 職員の能力を考慮すると、FRB が商業銀行業務を超えて規制分野を拡大する必要性に疑問を呈した。これに対して報告者のカシャップ教授は、規制当局が信用力の低い企業向け融資「レバレッジド・ローン」のリスクテイクに制限を設けようとする試みは法的にできないと判断されたことに言及し、結果としてレバレッジド・ローンには相当なリスクが残っていると指摘した。また、公的に懸念を表明するだけでは、金融安定への効果は小さいと述べた。

参考文献

- Abraham, G. K. and Haltiwanger, J. C. (2019), “How Tight is the Labor Market?”, in Chicago Conference, 2019.
- Cecchetti, G. S. and Kermit L. S. (2019), “Improving U.S. Monetary Policy Communications,” in Chicago Conference, 2019.
- Eberly, J., Stock, J. H. and Wright, J. (2019), “The Federal Reserve’s Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment,” NBER Working Paper No. 26002.
- Gali, J. and Gambetti, L. (2019), “Has the U.S. Wage Phillips Curve Flattened? A Semi-Structural Exploration,” NBER Working Paper No. 25476.
- Gertler, M. and Karadi, P. (2011), “A Model of Unconventional Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34.
- Kashyap, A. K. and Caspar S. (2019), “Financial Stability Considerations and Monetary Policy?” in Chicago Conference, 2019.
- Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A. (2011), “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy,” NBER Working Paper No. 17555.
- Obstfeld, M. (2019), “Global Dimensions of U.S. Monetary Policy,” NBER Working Paper No. 26039.
- Sims, E. R. and Wu J. C. (2019), “Evaluating Central Banks’ Tool Kit: Past, Present, and Future,” NBER Working Paper No. 26040.
- Svensson, L. EO. (2019), “Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve,” in Chicago Conference, 2019.
- Vayanos, D., and Vila, J. L. (2009), “A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates,” NBER Working Paper No. 15487.

石井 康広、研究生、横浜銀行より派遣
浦郷 忠右、研究生、阪急阪神ホールディングスより派遣
梶田 脩斗、研究員、日本経済研究センター

(本稿に関するお問い合わせ:研究本部 03-6256-7730)

※本稿の無断転載を禁じます。詳細は事業本部までご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター
〒100-8066東京都千代田区大手町1-3-7 日本経済新聞社東京本社ビル11階
TEL:03-6256-7710 / FAX:03-6256-7924