



BOJ *Reports & Research Papers*

2016年1月

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局
第6回共催コンファレンス：
「物価変動とそこでの経済主体の行動変化」の模様

日本銀行調査統計局

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行調査統計局までご相談ください。
転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局
第6回共催コンファレンス：
「物価変動と其中での経済主体の行動変化」の様相*

■要 旨■

東京大学金融教育研究センターと日本銀行調査統計局は、2015年11月26日、日本銀行本店にて、「物価変動と其中での経済主体の行動変化」と題するコンファレンスを共同開催した。そこでは計5本の論文が報告されたほか、全体の総括討議も行われた。議論の内容を要約すると以下のとおりである。

（物価変動の背景）

近年、物価は、基調としては緩やかに上昇してきており、日本経済はデフレから脱しつつあるとの認識が共有された。この背景のひとつとして、量的・質的金融緩和政策を起点としたインフレ期待の変化があるとの見方も共有された。ただし、その変化は緩やかであるほか、経済主体間でのばらつきもなお大きいとの指摘が聞かれた。この点、経済主体の期待形成は、ある程度合理的であるが、経済の変化に対する認識の浸透に時間を要するなどの指摘がみられた。

また、企業の価格設定行動について、デフレ期には、価格を据え置くことが「ノルム（規範）」となっていたが、最近では価格が据え置かれる品目が減少する一方、値上げ品目が増加しており、少しずつではあるが「ノルム」に変化の兆しがみられるとの指摘があった。先行きについては、成長期待や交易条件など、価格設定行動の背後にある様々な要因をどのように捉えるかによって評価が分かれた。

（経済主体の行動変化）

企業収益が増加しているわりには、賃金の上昇や国内設備投資の増加は緩やかであり、企業行動はなお慎重との見方が共有された。この背景には、企業がグローバルな競争力やわが国の経済成長の先行きに確信を持ってないことに加えて、終身雇用にみられるような日本的雇用慣行が前向きな企業行動を抑制している可能性も指摘された。そのうえで、成長期待の引き上げに向けて、政府の成長戦略で提示され

* 本稿で示されたコンファレンス内での報告・発言内容は発言者個人に属しており、必ずしも日本銀行、あるいは調査統計局の見解を示すものではない。なお、本稿に関する照会は調査統計局経済調査課経済分析グループ (post.rsd18@boj.or.jp) まで。

たような取り組みを地道に続けていく重要性が共有された。こうしたなか、量的・質的金融緩和政策は、今次の景気回復局面において経済・金融にプラスの影響を及ぼしたとの見方が多かった。また、現在の金融政策は、労働市場のタイト化を通じて、省人化投資や人的資本への投資を促すなど、持続的な経済成長に資する面もあるとの指摘もみられた。

上記に関連して、賃金の伸びが緩慢な背景として、趨勢的な労働生産性の伸び悩み、交易条件の悪化、労働者の交渉力の弱さなどが挙げられたほか、正規雇用と非正規雇用の関係も重要な論点として提示され、このメカニズムの詳細を検討する必要があるとされた。また、家計においても、一部にリスクテイクの積極化がみられるが、この動きをさらに後押しするためには、マイルドなインフレ率の上昇に加えて、金融リテラシーや株式投資に対する信頼性の向上なども重要との指摘がみられた。

本稿は、2015年11月26日、日本銀行本店にて開催されたコンファレンス「物価変動とその中での経済主体の行動変化」（東京大学金融教育研究センターと日本銀行調査統計局の共催）の様相を要約したものである。コンファレンスでは、計5本の論文が報告されたあと、全体の総括討議が行われた（プログラムは、別添1を参照）。

以下では、プログラムに基づき、開会・閉会の辞、セッションごとの論文報告、指定討論者によるコメント、リジョインダー、フロアも含めた討論、および総括討議の概要を紹介する。各参加者の所属等は、コンファレンス開催時点のものであり、文中では敬称を省略している（発言者の所属・氏名は、別添2を参照）。なお、全体の議事進行は、宇野により進められた。

1. 開会の辞

調査統計局長の関根は、本コンファレンスが2005年に第1回を開催してから今回でちょうど10年が経つことに触れ、「伝統ある」という修飾語を使うにはまだ早いかもしれないが、コンファレンスとしての重みが徐々に増してきていると述べた。10年前のコンファレンスでは、「日本経済がなぜ長期低迷に陥ったか」、「デフレがなぜ加速しなかったか」などが議論され、その内容は、当時はもとより今日的にみても大変意義深いものがあつたと振り返った。そして、回を重ねるたびに、コンファレンスの有益性に対する認識を深めていったとし、時として目先の景気・物価の動きに目を奪われがちになるなかで、大きなトレンドの変化を見失わないためにも、このような学界との交流は日本銀行としても重要と述べた。

今回は、「物価変動とその中での経済主体の行動変化」というテーマのもとで、「予想物価上昇率」「企業の価格設定行動」「賃金をはじめとした労働市場の動向」「家計の資産選択行動」の4つが報告論文の内容となるが、これらはいずれも日本銀行が注視しているものばかりであり、現在の政策課題に直結するトピックとの認識を示した。そのうえで、過去のコンファレンス以上に、しっかりとしたリサーチに基づいた実りのある議論となることを期待するとともに、今回の参加者には、「本日の議論は、先行きの金融政策に影響を及ぼす」くらいの気概をもって、積極的に議論に参加されたいと要望した。

2. 導入セッション

「物価変動とその中での経済主体の行動変化」：原尚子（日本銀行）

報告者の原は、今回のテーマに即して、事実関係の整理や先行研究の紹介を行い、後続く報告論文の問題意識を提示した。まず、わが国では、近年、幅広い品目で

物価が上昇してきており、エネルギー関連など振れの大きい一部の品目を除けば、消費者物価の伸び率は基調として2年近くプラスで推移してきたと述べた。こうした物価の動きを踏まえると、わが国経済は長期にわたるデフレが終息し、基調としてマイルドなインフレ局面へと転換しつつあるようにかがわれると評価した。この認識のもとで、本コンファレンスでは、①金融政策における2%の「物価安定の目標」が安定的に実現していくために何が重要となるか、②物価が変動するなかで、企業や家計がどのように経済行動を変化させ得るか、の2点を問題意識に据えたいと述べた。

第1の点について、近年の物価上昇は、フィリップス曲線の議論に沿いつつ、①需給ギャップの改善、②輸入物価の上昇、③予想物価上昇率の上昇、によるものと整理した。そして、先行き「物価安定の目標」に沿って物価が推移していくためには、「物価上昇に対する予想形成」と「企業の価格設定行動」が鍵になるとした。「物価上昇に対する予想形成」では、中央銀行が目標インフレ率を明示するなかで、なぜ、個々の経済主体の間で予想物価上昇率がばらつくのか、なぜ、予想物価上昇率の動きは緩慢で最適な予想から乖離するのか、という論点を提示した。また、「企業の価格設定行動」では、物価の動きが緩慢となる背景として、価格改定にかかる何らかのコストや企業間の競合といった理論上の学説を紹介したあと、わが国では、デフレ期にフィリップス曲線がフラット化し、経済環境の変化に対して物価の反応が鈍かった点を挙げつつ、この背後にある価格設定行動をどのように捉えるか、今次局面ではどのような変化があるかという点を論点に据えた。

第2の企業・家計の行動変化について、労働市場と資産選択行動を論点に挙げた。まず、緩やかなインフレと景気変動の安定化を両立させるには、家計の実質所得を損なうことなく、持続的に名目賃金が上昇することが重要とした。そのうえで、わが国の名目賃金は、久方ぶりにベースアップが実現したこともあって上昇しているが、その伸びは物価の伸びを明確には上回っていないと述べた。この点、わが国の名目賃金は、かつては伸縮性が高いといわれてきたが、先行研究で、1990年代後半以降、賃金の動きが硬直化しているとの指摘があるとし、この背景と金融政策の波及経路との関連を論点として挙げた。さらに、近年、企業や家計のリスクテイク行動が前向きになりつつある点、この背景に、量的・質的金融緩和を起点とした資産価格の変化やポートフォリオ・リバランス効果が作用している可能性を指摘した。もっとも、企業・家計の現金保有が増加するなど、その投資行動はなおも慎重であるとしたうえで、マイルドなインフレへと転換するなかで、家計の資産選択行動はどのように変化し得るか、リスク性資産への投資を妨げる要因があるとすればそれは何か、を最後の論点として挙げた。

3. 第1セッション 座長：福田慎一（東京大学）

3-1 「Inflation Expectations and Monetary Policy under Disagreements」： 中園善行（横浜市立大学）

①論文報告

報告者の中園は、量的・質的金融緩和政策の導入によって各経済主体のインフレ期待形成がどのように変化したか、「個々の主体間における期待のばらつき」と「中央銀行の目標インフレ率と民間主体の期待インフレ率の乖離」に着目して分析を行った。インフレ期待に関する各種サーベイ・データを用いた実証分析の結果、以下の3点を指摘した。

まず、量的・質的金融緩和政策の導入以降、家計、エコノミスト、市場参加者のいずれにおいても、個々のインフレ期待は相応にばらつきが残り、この期待形成プロセスは粘着的で、期待の変化は緩慢であるとした。この背後にある仮説として、粘着情報モデル（情報のアップデートに時間がかかる、あるいは、情報にノイズが含まれるため正確な予想の改定に時間がかかるとする説）がある程度妥当するとした。次に、量的・質的金融緩和政策の導入後も、中央銀行の目標インフレ率と民間主体の期待インフレ率が乖離しており、特に、長めの予測期間でこの傾向が強いとされた。こうした乖離が、他のインフレーション・ターゲティング導入国では小さいことを踏まえると、諸外国に比べてわが国では、中央銀行の目標値が民間主体のインフレ期待のアンカーとはなり切れていないと主張した。最後に、テイラールール の推計結果から、民間主体からみた日本銀行の金融政策スタンスは、量的・質的金融緩和政策の導入後も劇的には変化していないとし、この点は、量的緩和政策の導入前後で大きな変化が生じたとする米国の結果とは異なると指摘した。

②討論者からのコメント

討論者の堀は、わが国のインフレ期待に関して、入手し得る全てのサーベイ・データを集めて多面的に分析した意欲作と評価した。一方、大きな印象として、現在の金融政策がレジーム転換に成功していないと結論づけているように聞こえるが、多面的な実証結果からどのようなロジックでそのような結論に結びつくか、いまひとつ判然としないと述べた。また、人々の期待は、金融政策の変更後ただちに变化するものではなく、ある程度の学習期間を経ながら徐々に変化していく現実をもう少し考慮した方がよいと指摘した。

そのうえで、論文の3点の結論についてそれぞれコメントした。1点目の結論のベースとなっている粘着情報モデルは、情報をアップデートする確率が每期一定と仮定されているが、実際にはニュースの大きさに応じて内生的に変化すると考えら

れ、今回のような大規模な金融政策変更に伴うレジーム転換を分析するには仮定が適切でない点を挙げた。2点目の中央銀行の目標インフレ率と民間の期待インフレ率の乖離が、諸外国で小さく、日本で大きいとの結論について、諸外国では今でこそ乖離は小さいが、インフレターゲット導入時の乖離はそれなりに大きいとし、日本でも時間の経過とともに乖離が小さくなる可能性を指摘した。第3の結論について、テイラールールに期待インフレにかかるパラメータの変化により金融政策のレジームが変化したかどうか検証しているが、このパラメータがどのように変化すればレジーム転換が生じたといえるのか、必ずしも明確ではないとした。

③質疑応答

フロアからは、植田が、エコノミストや市場参加者は、日々の情報を最大限活用して合理的に予測していると考えられ、情報のアップデートが遅れる（Sticky information）とする解釈に疑問を呈した。論文中の計表で示されたように、エコノミストの短期予想は頻繁に改定されている一方、長期予想の改定頻度は低いという事実を踏まえると、日々入手する多くの情報は、短期予想にしか影響しないノイズ情報（Noisy information）と解釈することが自然と述べた。これに対して、岩田は、期待形成が合理的なのはむしろ家計であって、エコノミストや大企業はそうでもないと主張した。エコノミストは、組織の中の一個人にすぎず、自分だけが間違えると社内外の評判が傷つく恐れがあるため、彼らの予想は粘着的になるとし、エコノミストとの接触機会が多い大企業でも似たような予想になりがちとした。実際、短観をみても、中小企業よりも大企業の予想インフレ率の方が、日本銀行の目標インフレ率よりも低いとした。鈴木も、エコノミストは、予測の変更により批判を受けることを非常に恐れる傾向にあるとしたほか、座長の福田からも、「ESP フォーキャスト」では、ある月に突然、多くのエコノミストが同時に予想を変える癖があることを踏まえると、エコノミストにとって1人だけ予想を外すコストは大きいように感じられるとした。一方、工藤は、自分が確度の高い情報を持っていたとしても、他人がその情報を持っていないかもしれないと予想すれば、自分も期待を修正しないことが合理的となる点（higher order expectations）を挙げ、期待が粘着的となる別の仮説を提示した。

関根は、Sticky information か Noisy information かによって金融政策上の含意が異なる可能性があるため、そこを識別することが望ましいと述べた。また、論文中で使用されたインフレ指標のどれが重要なのか、たとえば、価格を設定するのは企業であるから、企業のインフレ予想こそが最も重要といえるのか、また、長期予想と短期予想は、先行きのインフレ率や中央銀行への信任の度合いなどを測るうえで、どのように使い分ければいいのか、などに関し意見を求めた。このほか、鈴木は、サーベイ・データだけでなく、物価連動債から抽出したインフレ期待も使ってはどう

かと述べた。モデレーターの福田は、財市場が粘着的である一方、為替市場と株式市場が比較的速やかに変化した状況を、情報の粘着性だけで整合的に説明できるのかどうか疑問を呈した。

報告者の中園は、堀のコメントに対して、現在の金融政策の導入からすでに2年半が経過しており、今なお人々が学習過程にあるとするにはあまりに長いと回答した。また、過去から現在にかけてインフレ率の予測精度にあまり変化がないことからみて、人々がインフレについて学習した形跡がないとし、目標インフレ率と期待インフレ率の乖離は、中央銀行への信任など何らかの構造的な要因から生じている可能性があるとした。関根のコメントについて、最近の米国の研究によると、企業のインフレ期待は、家計の期待に近く、とりわけ、中小企業でこの傾向が強いとし、調査が少ない企業の期待インフレ率は、家計の期待インフレ率をみることである程度代替できるのではないかとした。

3-2 「デフレ期における価格の硬直化：原因と含意」：渡辺努（東京大学）

①論文報告

報告者の渡辺は、1990年代後半以降の緩やかなデフレとフィリップス曲線のフラット化の背景について、メニューコストモデルをベースに解釈を試みた。まず、消費者物価指数の個別品目を対象に、価格変化率の頻度分布をみると、1990年代前半は、分布のピーク（最頻値）はプラスの領域にあったが、1990年代後半以降は、ゼロ近傍にピークが移動し、現在もその状況に大きな変化はないと指摘。対照的に、米国など諸外国では、分布のピークが1~3%のプラス領域にあるほか、2012年のデフレ下のスイスでさえもプラス領域にあった点を挙げ、多くの品目で価格が不変である日本は特異にみえると主張した。

次に、分布のばらつきに着目し、わが国では、分布のピークがゼロにあるときに、分布の分散が最も小さくなることを示し、これは、高インフレ期に価格改定頻度が高く（フィリップス曲線の傾きが大き）、ゼロインフレ期に価格改定頻度が最も低い（傾きが小さい）とするメニューコストモデルの含意と整合的と述べた。一方、米国など諸外国では、インフレ率が1~2%のところでは分布の分散が最小となることを指摘。この背景には、価格を1~2%程度で変える分にはメニューコストがあまりかからないとの解釈が考えられるとし、諸外国では、1~2%程度のインフレが「ノルム」で、その程度の値上げは社会的にフェアとみなされると主張した。これに対して、わが国では、1990年代後半以降、価格を据え置くことが「ノルム」となっており、この「ノルム」がフィリップス曲線の傾きを低下させ、デフレからの脱却を難しくさせた主因となったのではないかと述べた。

② 討論者からのコメント

討論者の早川は、フィリップス曲線のフラット化の背景を、消費者物価指数の個別品目レベルまで掘り下げて分析した意欲的な論文と高く評価したほか、新しい事実が判明した分、新しい疑問も生まれた点も意義深いとした。そのうえで、価格変化率の分布について、論文では、ゼロ近傍でピークとなる日本が特異としているが、よくよく考えてみれば、特異なのはむしろ米国ではないかと指摘した。メニューコストモデルやカルボモデルなどをベースに考えれば、ゼロのところに分布の高い山があって、プラス領域のところに小さな山が散在する姿が自然とし、そもそも、2%くらいのところに高い山があるのであれば、価格の多くは伸縮的ということになり、価格の硬直性やそれによる厚生コストは、経済学上、問題とはならないはずと主張した。この背景には、日米で物価統計における品目の概念が異なる点を挙げ、日本では、原則、1つの品目につき1つの商品のみが調査されるのに対し、米国では、1つの品目につき多数の商品が調査され、これらが集計されている点に違いがあるとした。このため、米国では、多数の商品における平均的な価格上昇率に分布の山が形成されやすいことになるが、個々の商品レベルで計算すれば、日本と同様、価格変化率がゼロに集まるだろうと述べた。もっとも、仮にそうしたとしても、日本の方がゼロのところに山は高いであろうとし、かつて毎年春の賃上げを前提として4月の値上げが「ノルム」だったサービス価格が、長い間据え置かれている点にその原因があるとした。

次に、デフレ期の価格の硬直化をメニューコストの非対称性で説明することは「言い換え」であり、価格調整コストの中身を考える必要があると指摘した。そのうえで、「屈折需要曲線」のもとでも、価格の硬直性や論文で主張された「値下げ予備軍」（限界費用の低下にもかかわらず価格を据え置いたため、潜在的に値下げ余地のある品目）は説明可能とした。また、サービス価格の値下げは品質低下との誤ったシグナルを発しやすい現状を踏まえると、「効率的賃金仮説」が価格にも援用できるのではないかとした。さらに、最近の東大日次物価指数と一橋単価指数の上昇タイミングが異なっている点に触れ、昨年は商品の容量を減らす実質値上げが行われた一方、今年の特売の回数を減らすようなことが行われている可能性を指摘。企業の価格戦略は、「価格を据え置くか変えるか」だけでなく、容量を調整したり、特売の頻度を変えたり、様々なパターンがあって、価格調整コストがどこで生じているのかを捉えることは、非常に難しいと指摘した。

③ 質疑応答

フロアからは、原田は、「物価が上がりにくいから金融政策の効果が小さい」と述べているように聞こえるが、フィリップス曲線の傾きが小さければ、实体经济に対する影響が増す分、金融政策の効果は大きくなると考えるべきでないかと述べた。

岩田は、サービス関連品目で価格据え置きが多い点に関連して、①帰属家賃が常にマイナスとなっていることと品質調整をしていないこととの関係、②なかなか変化しない公共料金における諸外国との価格改定頻度の違いについて見解を求めた。地主は、近年の為替円安やそれを受けたパススルー率の変化によって、コストプッシュによる価格上昇圧力が高まっており、これを考慮した「最適価格」は上昇しているかもしれない点を踏まえると、論文中で主張された「値下げ予備軍」は、それほど多くはないのではないかとコメントした。また、非正規雇用の拡大とメニューコストモデルとの関連も問うた。福田は、価格変更に際してメニューコストだけが重要なのであれば、消費税率の引き上げの際に、税率引き上げ相当分の値上げが広範にみられたことの説明は難しいとしたうえで、企業にとっては、社会的に許容される価格変更とそうではない価格変更に大きな違いがあるのではないかと述べた。また、屈折需要曲線や効率賃金仮説に関する早川の指摘は、実質硬直性こそが価格据え置きの主因と言いつたが、それだけでは過去の物価変動を説明しづらいつとし、実質硬直性に加えて名目硬直性もそれに絡みながら、複雑な問題を引き起こしてきた印象があると述べた。

報告者の渡辺は、1990年代後半以降の価格の硬直化が、インフレ率低下のなかで生じた内生的な現象であるとの認識を改めて明らかにした。そのうえで、早川のコメントに対して、日米の品目概念の違いに同意しつつ、米国に合わせるかたちで日本の消費者物価の上位分類で分布を描いても、分布のピークがゼロにある点に違いはないと述べた。原田のコメントについて、フィリップス曲線のフラット化は、マネーの非中立性が増していることを意味しており、金融政策の実体経済への影響度は高まっているとの見方に同意した。岩田のコメントについて、自身の別の研究での計測によると、消費者物価指数の家賃には、1%程度の経年劣化による下方バイアスがあり、品質調整を適用すると、前年比プラスになる可能性もあるとした。また、公共料金について、日本と違って、米国の国立大学の授業料が大きく上昇してきた点を引き合いに、一種の公定価格の引き上げが「ノルム」を変えるひとつの手段になるかもしれないとの見方を示した。地主のコメントに対しては、為替円安により「最適価格」が上がれば、迅速にデフレ脱却できることになるが、長らく価格不変であったサービスでは、為替円安だけで「最適価格」は上がらないだろうと応じた。福田の消費税引き上げに関連したコメントについて、東大日次物価指数からは、消費税引き上げ直後の3日間（2014年4月1～3日）にいわゆる「便乗値上げ」があり、その後、消費が振るわなくなるにつれ、価格が引き下げられたことが確認できると応じた。加えて、欧州でも、ユーロ導入時に、イタリアのレストランで「便乗値上げ」があったとの報告もあると付言した。

4. 第2セッション 座長：地主敏樹（神戸大学）

4-1 「量的緩和政策と労働市場」：宮本弘暁（東京大学）

①論文報告

報告者の宮本は、最近の金融政策が主に労働市場に与える影響について、構造 VAR (Vector Auto Regression) モデルで事実整理したあと、動学的確率一般均衡 (DSGE) モデルで理論的背景を分析した。まず、金融政策変数 (マネタリーベース) を含む 5 変数による構造 VAR モデルの推計結果から、金融政策の緩和ショックは、生産の増加と失業率の低下をもたらすとともに、物価と名目賃金 (現金給与総額) をともに増加させると主張した。ただし、名目賃金の増加は、景気拡大に伴う労働時間の増加によるところが大きく、時間当たり名目賃金は有意に上昇しているとはいえないとした。また、金融緩和によるコア名目賃金 (所定内給与) への影響は、ボーナスも含めたトータルの名目賃金 (現金給与総額) に比べて小さいとの結果も示した。

次に、中央銀行がマネタリーベースをコントロールすると仮定したうえで、労働市場の摩擦と名目賃金の硬直性を取り込んだ DSGE モデルを構築し、このモデルが構造 VAR モデルにもとづく経済の挙動を概ね再現できることを示した。そのうえで、金融緩和ショックによって、トータルの名目賃金は中長期的には物価の伸びを上回って増加する一方、コア名目賃金の伸びは、物価の上昇率を下回り、結果として実質賃金が低下することを示した。この背景として、①コア名目賃金の改定頻度 (約 5 四半期) が、トータルの名目賃金 (約半年) と比べて硬直的であること、②労働者の賃金交渉力が弱いため、景気拡大によって利潤が増加しても、労働者への分配がそれほど大きくなること、③名目賃金が物価に連動する度合い (インデクセーション) が低いこと、④定常状態のインフレ率が低いこと、などが挙げられるとした。ただし、モデルでは、非常に単純な金融政策ルールを仮定しており、名目金利のゼロ制約などを考慮しきれていないため、ここでの金融政策の効果が過大推計されている可能性がある点には注意を要すると述べた。

②討論者からのコメント

討論者の工藤は、Sims (2012)¹ のノーベル・レクチャーでは、科学としての政策分析のあり方として、構造 VAR モデルと DSGE モデルの活用が提唱されているが、論文はまさにその手順に沿った最先端の研究であると評価した。そのうえで、DSGE モデルの結果は、実質賃金が低下することで、雇用がしっかりと改善して、

¹ Sims, Christopher A. (2012) “Statistical modeling of monetary policy and its effects,” *American Economic Review*, Vol.102, pp. 1187-1205.

景気の拡大と物価の上昇が生じるとのことであるから、「名目賃金はそんなに上がる必要はない」ということが政策的インプリケーションとして読み取れてしまうと指摘した。こうした楽観的な結論は、モデルのなかで、金利チャネルがしっかり働いている点が背後にあるが、ゼロ金利のもとでは、こうしたメカニズムは働かないはずと主張した。

一方、政策効果の定量的な評価の観点から、論文の推計結果をベースに単純計算すると、2年後までに2%のインフレ率に達するためのマネタリーベースの増加額は、構造VARモデルで1京2千兆円、DSGEモデルで3千兆円と非現実的な値になるとし、金融政策のトランスミッション・メカニズムとして、日本経済への影響が大きい海外経済や為替レートなども考慮に入れた方がよいと指摘した。また、政策効果がショック・アプローチで計測されている点について、多くの人に関心を抱いている点は、「予測できなかった緩和効果」ではなく、2%のインフレ目標とマネタリーベースのセットになった「予測された緩和効果」にあるとし、ショック・アプローチを活かすためには、期待インフレ率をモデルに含むことも一案と述べた。

③質疑応答

フロアからは、青木が、DSGEモデルのベースはMoney in Utilityモデルであるため、金融政策の経路は金利チャネル以外になく、ゼロ金利のもとでの量的緩和政策は無効とするEggertsson and Woodford (2003)²の「無効性命題」が成立するはずとし、これにもかかわらず、論文ではマネタリーベースの増加が経済に影響しているようにみえるのはなぜか問うた。加納は、構造VARモデルで、金融政策ショックによる生産や物価の反応が、時間の経過とともにこぶ状(hump-shaped)となっている点は先行研究と同様であるが、DSGEモデルではそうした反応がみられない点が異なる点と指摘し、その理由を問うた。

中村は、日本の労働市場の実情を踏まえると、解雇費用などの面で大きく異なる正規労働市場と非正規労働市場を分けて分析することが望ましいと指摘した。そのうえで、正規雇用の所定内賃金について、経営者はこれを固定費と捉える一方、経済理論では、每期、市場のなかで決まる変動費と扱うなどの違いがあると述べた。また、実質賃金の定常状態が変化している可能性にも触れ、グローバル化や技術進歩といった構造変化によって、わが国の正規雇用者の生産性が相対的に低下する一方、実質賃金が下がり切っておらず、こうした正規雇用者の「賃下げ予備軍」の存在が、賃金の伸び悩みにつながっている可能性もあると指摘した。

関根は、中央銀行サイドからすれば、金融政策による物価の反応に最大の関心が

² Eggertsson, Gauti and Michael Woodford (2003) “The zero bound on interest rates and optimal monetary policy,” *Brookings papers on Economic Activity*, No.1:2003, pp.139-211.

あるとしたうえで、論文で示されているように、名目賃金が硬直的な場合と完全伸縮的な場合で、物価の反応が変わらない点を踏まえ、労働者の交渉力や賃金のインデクセーションの度合いによって物価の反応に違いが生じるのであれば、中央銀行にとって重要なインプリケーションとなると述べた。また、定常状態のインフレ率が低い点を問題に挙げた点について、同じように、定常状態の労働生産性の伸びや実質成長率が変わると結果がどう変わるか興味深いとコメントした。

岩田は、「労働者 1 人あたり・時間あたり平均賃金」が分析されている点について、非正規雇用では、時間給がベースとなるが、正規雇用では、労働時間ではなく、仕事の成果がベースとなるため、正規雇用で「時間あたり賃金」を分析することにそれほど意義がないとした。さらに、たとえば、「妻がパートで働くようになれば、「世帯あたり賃金」は増える一方、「労働者 1 人あたり賃金」は減少する」とし、家計の効用を考えるうえでは、「1 人あたり賃金」ではなく、「世帯あたりの賃金」が適切ではないかと指摘した。また、原田は、モデルの詳細を尋ねたほか、マネタリーベースと物価との定量的な関係が非現実的になるのはフィリップス・カーブが水平な時期のデータを使っているからだコメントした。

報告者の宮本は、工藤と青木のコメントに対して、推計の際に名目金利をかなりゼロに近づけているが、厳密なゼロ金利制約は課していないため、金利チャネルが働く構図となっているとし、今後、ゼロ金利を考慮することも検討したいと述べた。加納のコメントについて、DSGE モデルでこぶ状の反応がみられない背景には、賃金決定メカニズムが何か関係しているのではないかと考えているが、現時点で正確な原因は突き止められていないと応じた。

岩田と中村のコメントに対して、労働者の 3 人に 1 人以上が非正規雇用という現状を踏まえると、非正規雇用を勘案すべきとの意見に異論はないとしながらも、現在のモデルはすでに複雑で、労働者の異質性を考慮する余地がなかったと応じた。また、中村のコメントについて、自身の別の研究によれば、日本の労働市場は 1998 年ごろに何らかの構造変化が生じており、これ以降、賃金の趨勢的な下落や構造失業率の上昇がみられている点を指摘し、定常状態の変化を考慮すべきとの見方に同意した。関根のコメントに対しては、労働者の交渉力や賃金のインデクセーションの度合いが高い場合、金融政策に対する名目賃金の反応が大きくなり、実質賃金を引き上げる効果が生じると回答した。

4-2 「Household Portfolios in a Secular Stagnation World: Evidence from Japan」：青木浩介（東京大学）

①論文報告

報告者の青木は、過去 20 年間の低インフレ・低成長の間、わが国の家計は一貫

して、株式などのリスク資産よりも現預金を多く保有してきた点を踏まえ、このような資産選択行動は何によって規定されてきたか、インフレ率の高まりによってどのように変化するかを考察した。家計のライフサイクルを考慮した資産選択モデルをベースに、借入制約や現預金の保有動機を仮定してカリブレーションを行った結果、若年層の現預金の保有割合などで現実をうまく再現できない部分が多少残るものの、株式市場への参加率や中・高年層の株式保有者の資産選択など多くの部分で現実をうまく再現できることを示した。

そのうえで、シミュレーション結果から、仮にインフレ率が2%に上昇する場合、①株式市場への参加率が上昇する一方、現預金の保有割合が低下すること、②中・高年層の株式保有割合はほとんど変化しない一方、若年層の株式保有割合が高まることを示し、これまでに、わが国家計が現預金を多く保有した背景には、低インフレ率が相応に影響していると主張した。また、株式の超過収益率も、株式保有割合の大きさに強く影響する点を示すとともに、株式市場への参加費用もかなり影響が大きいとし、株式投資に必要な金融知識や証券会社などに対する信頼性が、家計の株式投資を促すうえで非常に重要と主張した。

② 討論者からのコメント

討論者のホリオカは、報告論文について、伝統的な資産選択モデルに基づいて、わが国家計の資産選択行動の特徴点をうまく説明した興味深い論文と高く評価した。そのうえで、歴史的背景などを踏まえながら、モデルのパラメータ値を適切に設定することなどにより、分析の精度をさらに高めることが可能と述べた。わが国家計の株式市場への参加率は、戦後しばらく高い状況が続いたが、1965年の証券恐慌時に、証券会社に対する不信感が生じたことが、株式離れをもたらす大きなきっかけとなったとし、これが論文中の株式市場への参加率にどう裏付けされるか関心を示した。さらに、株式市場への参加費用について、株式の売買手数料の国際比較なども示した方がよいとしたほか、取引金額が小さいほど手数料が高くなる逆進的な料率設定が、株式市場への参加率を抑制している可能性がある点を指摘した。また、家計の金融リテラシーについて、Lusardi (2013)³などによれば、わが国家計は国際的にも確かに低いと言えるとして、報告論文の見方に同意した。

また、モデルのパラメータ値は、米国の先行研究に準じるよりも、情報がある限りに実態に近いものを使用した方がよいとし、たとえば、大阪大学が実施している「くらしの好みと満足度についてのアンケート調査」では、パラメータ設定を可能にする仮想的な質問が多いので、家計の危険回避度や遺産動機は、このデータが参

³ Lusardi, Annamaria (2013) “Financial literacy around the world (FLAT world),” in Insights: Financial Capability, FINRA Investor Education Foundation.

考になるのではないかと述べた。最後に、資産の種類について、分析で対象としている貨幣・株式・債券以外にも、わが国でウエイトが高い保険や土地をモデルで扱うことができれば、より日本の家計の行動を説得的に描写できると述べた。

③質疑応答

フロアから、工藤は、Allen and Gale (2000)⁴が示すように、日本やドイツのような間接金融主体の経済と米英のような直接金融主体の経済の間で、金融リテラシーや現預金の保有などに差が生じるのではないかと述べた。これに関連して、福田は、米英で直接金融が中心であったのは、彼らは常にフロントランナーで新しい技術を発掘する必要があったことが背景にあるとし、日本は、これまでフォロワーであったため、間接金融中心の仕組みが成立してきたと指摘。もっとも、今後は、フロントランナーとしての仕組みに移行する必要があるなかで、家計の投資の面で十分な対応ができていないことに問題があると述べた。

中園は、住宅ローンなどの負債と資産選択との関係を挙げ、直観的には、インフレ率が上がれば、実質的な債務が減少することでレバレッジが下がり、株式保有が高まるのではないかと指摘した。関連して、福田は、日本の家計にとっては、住宅購入こそが最大の意思決定であると同時に、住宅の流動性が非常に低いという日本の事情が、家計の資産選択に影響を与えているとの見方を示した。また、遺産を現金で受け取るか、株や土地で受け取るかも、家計の資産構成に大きな影響を与えていると述べた。

小野は、株式市場への参加率と株式保有割合が、基本的には同じ方向に変化するとの結果であるが、実証研究では、両者は異なる要因によって規定されているとの報告があると述べた。また、株式の超過収益率が低い点と株式市場への参加費用が高い点が独立に主張されているが、参加費用が高いのであれば、株式プレミアムは自ずと高くなるのではないかとし、これをどう整合的に理解すればよいか尋ねた。

渡辺は、過去のデフレのもとでも家計の長期期待インフレ率はプラスで推移したとし、これが現預金の保有割合の高さとどう関係するのか問うた。また、家計間の分散など、より高次のモーメントも、このモデルで再現できると面白いのではないかと述べた。このほか、このモデルでは、たとえば、公的年金が家計の代理のようなかたちで株式での運用を増やすことが、家計の厚生などにどのようなインプリケーションを持つのか問うた。

鶴飼は、関西大学とミシガン大学との共同調査の結果によれば、日本の家計では、

⁴ Allen, Franklin and Douglas Gale (2000), *Comparing financial systems*, Cambridge and London: MIT Press.

危険回避度が年齢によって大きく異なっているとしたほか、実物資産に対する認識も若年層と高齢層で違ふとし、若年層は土地を危険資産と認知する一方、高齢層は土地を安全資産と認知していると指摘。年齢に応じたパラメータ設定によって、日本経済の高齢化の影響が違ったかたちで議論できるのではないかと述べた。加納は、このモデルのなかで、所得の不確実性がどのように扱われているのか質問した。河野は、このモデルでは、65歳でリタイアすることになっているが、リタイアする年齢が高くなると結論がどう変わるかと問うた。

報告者の青木は、ホリオカの歴史的経緯に関するコメントは、有意義で改定稿に反映したいとしたほか、証券恐慌の事例は、株式での大きな損失経験が株式市場への参加を抑制するとの米国の研究に通ずるとした。また、住宅に関連する複数のコメントに対して、カリブレーションの際に、住宅関連支出を所得から差し引くという操作をしているので、実物資産を全く考慮できていないわけではないが、資産選択の対象としていない点は今後の検討課題としたいと応じた。

小野のコメントに対して、このモデルでは、所得と債券のリスク・プロファイルが似ているため、株式市場への新規参加者は、債券保有割合の高い家計にほぼ等しいとした。このため、株式市場への新規参加者は、株式市場へ参入するとただちに株式を保有するとし、この点が、株式市場への参加率と株式保有割合が同じ方向に動く背景になっていると回答した。

渡辺のコメントに対して、このモデルは定常状態の経済を考えているようなものなので、実際のインフレ率と期待インフレ率の違いは考慮できないと応じた。また、公的年金が株式での運用を増やすとすると、すでに株式市場に参加している家計は、公的年金を通じて間接保有している株式をオフセットしようと、手持ちの株式を売却するとした。一方、まだ株式市場に参加していない家計は、固定費用を払わずに参加することになり、その部分はオフセットされないのではないかと回答した。

鵜飼のコメントに対しては、選好パラメータが時間を通じて年齢とともに変化することは想定しなかったが、このモデルは、パラメータが時変であっても解くことができる構造なので、今後検討してみたいと応じた。加納のコメントに対しては、このモデルには、一時的なショックと恒常的なショックがあり、いずれも分散一定と仮定しているが、分散を大きくすれば、予備的貯蓄の増加を通じて株式市場への参加率が上がる方向に動くかと回答した。そのうえで、不確実性が時間を通じて変化するという先行研究もあるため、この点も検討したいと応じた。

5. 総括討議

モデレーター：岩田規久男（日本銀行）

パネリスト：福田慎一（東京大学）、地主敏樹（神戸大学）、
池尾和人（慶應義塾大学）、関根敏隆（日本銀行）

総括討議では、パネリストによるプレゼンテーションの後、フロアも交えてディスカッションが行われ、最後にモデレーターが議論をまとめた。

5-1 パネリストによるプレゼンテーション

①福田慎一（東京大学）

福田は、まず第1セッションでの議論を総括し、物価変動の要因がなかなか特定できないなかで重要なことは、基本的な事実関係を積み重ねていく点にあるとし、今回の報告論文は、詳細なデータをもとに事実整理した点で意義深いとした。そのうえで、中園論文では、インフレ期待の変化がなぜ緩慢なのか、これが本当に情報の硬直性によるものかどうか議論の余地があるとした。渡辺論文では、①物価の伸びが低下するにつれ、個々の価格の硬直性が内生的に強まったとする背景、②諸外国と異なり日本では、価格を変更しないことが「ノルム」となっている背景について、今後解明を要すると指摘した。

次に、第1セッションでの議論に関連して、「インフレ期待の異質性」と「価格の硬直性」について、自身の見解を述べた。まず、「インフレ期待の異質性」について、企業・家計のインフレ期待の異質性に加えて、金融市場における投資家間の異質性が、金融政策の影響を考えるうえで重要とした。野田政権が解散を表明した2012年11月以降、株式市場や外国為替市場では期待が大きく変化したが、フォワード・ルッキングに期待を変化させたのは外国人投資家で、国内投資家の期待の変化はバックワードでかなりゆっくりとしたものであったとした。この背後には、国内投資家は、日本経済が中長期的な課題を克服できるとの確信を持ち切れていないことがあるのではないかとの見方を示した。次に、「価格の硬直性」について、主要国間との比較を交えつつ、過去20年間、物価・賃金が全く上がらなかったのは日本のみで、わが国の状況はどう考えても普通ではなかったとした。ただし、「失われた20年」といっても、はじめの10年（1990年代から2000年代はじめ）は、金融機関や企業のバランスシート問題、あとの10年（2000年代以降）は、国内の成長期待の低迷や新興国との価格競争と、デフレ下で患った症状はかなり変貌しているとした。このもとで、企業は、仕入価格の上昇に直面しながらもこれを販売価格に転嫁できず、マークアップを落としてきた点に着目し、足もと原油価格の下落により仕入価格が大きく下がるなかで、企業が販売価格を引き上げることができる

かどうかが、今後、物価が本当に上昇していくかを占うひとつの試金石になると述べた。

②地主敏樹（神戸大学）

地主は、まず第2セッションの議論を総括した。宮本論文・青木論文ともに、ミクロ的な基礎をベースとした綿密な分析結果であったとしながらも、宮本論文では、労働市場における正規雇用から非正規雇用へのシフトをどのように考えるのかという点、青木論文では、住宅投資を巡る金融機関から家計への資金シフトをどのように考えるのかという点が、判然としないとした。

そのうえで、第2セッションとの関連を踏まえながら、自身の見解を示した。まず、賃金について、男性・女性ともに非正規雇用の賃金が正規雇用よりも大きく上昇している点を指摘。東日本大震災のときに、労働供給が減った被災地で大きな賃金上昇がみられたが、今、日本全国でも、需要サイドとともに、供給サイドの要因が賃金を押し上げているとの見方を示した。一方、雇用者数は、もっぱら非正規で増えており、この流れがいつまで続くかが、今後の金融政策を考えるうえでのポイントと述べた。次に、物価について、為替パススルーが高まっている可能性を指摘し、為替レートの変化が物価に及ぼす効果は一時的なものと捉えられがちだが、パススルーが変化することで、物価上昇を持続させるルートもあり得るのではないかと述べた。また、家計の借入は、近年、増加に転じており、住宅購入を含む広い意味でのリスクテイクが進んでいるとの認識を示した。以上を踏まえると、達成までのスピードには不確実性があるとしながらも、現在の金融政策により「物価安定目標」は達成され得るとの見方を示した。

③池尾和人（慶應義塾大学）

池尾は、今回のテーマは「物価変動とそこでの経済主体の行動変化」であるが、標準的な経済理論にもとづけば、「経済主体の行動変化」を直接引き起こすのは、一般物価ではなく「相対価格」の変化であるはずとした。そして、わが国にとって重要な「相対価格」の変化とは、1990年代後半から続く交易条件の悪化を指すと述べた。この交易条件の悪化は、「マネタリー」な変化ではなく「リアル」な変化で、わが国の物価変動は、こうした「リアル」な変化が内包されたかたちで進んだことを認識すべきとした。この点、交易条件の悪化は、全要素生産性の低下と同等の意味を持ち、年間20兆円オーダーで生じた交易損失がデフレにつながったほか、実質賃金を低迷させる大きな要因ともなったとした。現在の物価上昇は、原油価格の下落による交易条件の改善に支えられており、仮に、原油価格が上昇して交易条件が再び悪化した場合、現在の物価上昇が持続可能であるか疑問を呈した。

次に、経済政策全般について論じた。まず、「アベノミクス」はポリシー・ミッ

クスであり、個々の政策の効果を抽出することは難しいが、景気動向には、財政政策の影響がかなり大きい印象があったとした。そのうえで、「期待が重要」なのであれば、短期的な景気の問題と中長期的な経済成長の問題を切り離すべきではないとし、企業がコア賃金の引き上げ、正規雇用の増加、設備投資の増大をいずれも躊躇しているのは、中長期的な成長期待が乏しいことに起因するとした。成長期待を高めるには、マインドを明るくすればよいというものではなく、人口減少という確たる根拠への対策を練ることが重要で、「新三本の矢」の実現に向け、工程を作って着実に実行することが必要とした。また、社会保険制度の問題にも触れ、①日本経済でかなりのウェイトを占める医療・福祉の分野では、公定価格が敷かれているため、価格メカニズムが働いておらず、労働需給に歪みが生じている点、②約3分の1を占める年金生活者は、マクロ経済スライドにより物価上昇が生じると実質所得の減少をこうむる点も、重要な論点として挙げた。

④関根敏隆（日本銀行）

関根は、まず、現状を理解するには「われわれはなぜ長期にわたりマイルドなデフレを経験したのか」を認識する必要があるとし、Bullard（2010）⁵の理論を援用しつつ、1990年代以降の物価情勢を簡潔に振り返った。この理論によれば、「インフレ均衡」（インフレ率と政策金利がともにプラス）と「デフレ均衡」（インフレ率マイナス・政策金利ゼロ）の2つの均衡が生じるが、わが国経済は、バブル崩壊以降、「インフレ均衡」から徐々に離れ、1990年代後半の金融不安期に期待が大きくシフトして「デフレ均衡」に陥り、そこから、長い間抜け出せなくなったようにみえるとした。その後どうなったかデータをアップデートすると、「デフレ均衡」からは離れているようだが、「インフレ均衡」まではまだ距離がありそうだとした。もちろん、これはあくまで「そうみえる」ということであり、とりわけ、期待インフレ率を直接観測できない点に、こうした議論の難があるとした。この点、日本銀行では、中園論文で使用されたサーベイ調査も含め、関連する指標は網羅的に点検しているのが実情であると述べた。

そのうえで、自身が最近注目しているものとして2つ挙げた。1つ目に、渡辺論文の「価格上昇率の分布」を挙げ、2015年9月になっても最頻値はゼロであるが、①分布の山の高さは低くなってきている点、②分布が徐々にプラス方向にシフトしている点は重要な意味を持つとし、徐々にではあるが、あるべき方向へと山が動いているとの認識を示した。2つ目に、サービス価格と賃金を挙げ、とりわけ、両者の動きから抽出した共通成分（common factor）について、経済理論上、期待インフレ率とみなすことができるのではないかとの見方を示した。この共通成分は、長ら

⁵ Bullard, James (2010) “Seven faces of ‘the peril’,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.92, No.5, pp.339-352.

くマイナスが続いたあと、2013年以降はプラスの領域にあることが示された。一方、中長期的な視点から、名目労働生産性（GDP デフレーターと潜在的な労働生産性の和）との比較でみると、名目賃金はなおも弱めである点は否めないとした。以上を踏まえると、わが国の現状は、インフレ均衡には達していないという意味で「half empty（コップに半分しか水が入っていない）」であるが、デフレ均衡からは脱しつつあるという意味で「half full（コップに半分も水が満たされている）」であると評した。

5-2 ディスカッション

パネリストによるプレゼンテーションを受けたディスカッションでは、主にわが国経済の成長期待や金融政策について、フロア参加者も含め、多くの発言が聞かれた。

（成長期待について）

モデレーターの岩田は、わが国経済の成長期待を高めるうえでの課題を問うた。福田は、わが国の国内の設備投資が大きく伸びない点について、①日本企業はリスクが高い海外事業を積極化しており、「日本の経営者が保守的にすぎる」という通説はあてはまらないこと、②2000年代半ばに国内の設備投資を増やした企業が、その後繁栄を謳歌しているわけでもないように、国内の設備投資が収益の拡大に直結するかどうか、企業は確信を持ち切れていないことを指摘。この確信がない以上、国内の経済主体がフォワード・ルッキングなかたちで期待を高め、国内設備投資を積極化していくことは難しいとの見解を示した。

池尾は、自身関わっているコーポレート・ガバナンス改革を引き合いに、政府の成長戦略に提示されたような取り組みを地道に続けていく以外に有効な手立てはないとし、地道に取り組んだとしても、その目先の成果は控えめなものにとどまるのが現状と述べた。また、企業行動の面では、ドイツのような資源輸入国であっても日本ほどには交易条件が悪化しなかった点に触れ、原材料価格の上昇が販売価格に転嫁できない分、賃金の引き下げにつながったとし、これが単に需要が弱かったことによるものか、競争力の低下によるものなのか、もう少し検証する必要があると述べた。

関根は、現在の日本経済が交易利得の恩恵を受けているという池尾の見方に同意しつつ、企業収益が貯まって、これが設備投資や賃金など何らかのかたちでトリクルダウンし、自律的な循環メカニズムが働くかたちで経済が少しずつ成長する姿を展望していると指摘。この点、現在の企業収益が過去最高の水準に達しながらも、国内設備投資の拡大や賃上げに力強さが欠ける点を問題に挙げた。

地主は、雇用環境の現状に触れ、今年の学生の就職状況をみるに、企業が正規雇用の拡大に踏み出している点、なかでも、女性のキャリア採用に前向きな点が感じられるとした。こうした企業行動の変化には、若年層の労働供給の減少があるとし、今後は非正規雇用者数が頭打ちとなって、正規雇用の拡大が着実に続くのではないかと述べた。

フロアからは、早川が、交易条件の悪化について、輸出型製造業、とりわけ、電機産業で交易条件が大幅に悪化した点を指摘。塩路（2013）⁶を引き合いに、これらのセクターでは、物的生産性が向上する一方、1990年代後半くらいから中国や韓国との間で競争力が低下し、これが交易条件の悪化をもたらしたと主張。多くの企業で中長期的な競争力に自信を持ってない点が、「収益が増えているわりには、設備投資や賃金にトリクルダウンしない」ことにつながっているとした。この背後には、中長期的な雇用維持を重視する日本的雇用慣行があるとし、海外と異なりわが国では、目先のビジネスチャンスをつかえて機動的に投資していくことが難しいとした。また、原田も、海外事業と異なり、国内事業で失敗すると雇用問題が発生するとし、たうえで、解雇を巡る取り扱いなど、雇用法制を整備することで日本企業の行動様式が変化し得ると指摘した。

競争力に対する自信の欠如について、神津は、世界経済がばらつきを増すなかで、日本の製造業はどの国の事業に軸足を置くべきかで悩んでいる面があるのではないかとした。これまで成長率が高かった新興国の中には、最近、経済成長が鈍化した国や、過剰債務が問題となる国が目立っており、だからといって、価格競争が厳しい先進国での販売に経営の軸足を戻してよいものか、さらに、賃金が上昇してきた中国をサプライチェーンの中心に据え、世界の工場としたままでよいものか、需要と供給の両面で難しい問題に直面している現状を述べた。他方、国内では購買層の人口が減少するなかで、ビジネスモデルを転換していく必要があるが、多くの企業で引き続きはっきりとしたビジョンがない点にも触れ、それらが全体として雇用や設備についての意思決定を遅らせている面があるのではないかとした。

雇用の問題に関して、関根は、OECDが公表している雇用保護に関する「規制インデックス」をみる限り、2013年時点では、日本の雇用保護に関する規制緩和はあまり進んでいなかったとし、「アベノミクス」のもとでこれがどう変化していくか注視したいと述べた。福田は、終身雇用制度は過去にうまくいった制度であり、今でも家計は生涯雇用を前提にライフサイクルの計画を立てている点を踏まえると、雇用慣行の転換はそう簡単にできるものではないと述べた。

⁶ 塩路悦朗（2013）「生産性要因、需要要因と日本の産業間労働配分」、『日本労働研究雑誌』55巻12号、pp.37-49.

また、原田は、これまでの議論では、成長期待が高まらないと物価が上がらないと論じられているように聞こえるが、諸外国の事例をみると、インフレになることと成長期待があるかないかは特に関係ないのではないかと述べた。池尾は、よくいわれる「デフレマインド」という用語は、インフレ期待と成長期待が混同されがちであり、両者はきちんと区別して議論すべきとした。そのうえで、成長期待がないとインフレにならないと知っているわけではなく、むしろ中長期的には、低成長のもとでのインフレを懸念しており、これをコントロールできるよう日本銀行は準備しておく必要があると述べた。福田は、インフレ期待と成長期待の関係は一概にはいえないが、わが国のデフレ期の症状をみると、渡辺・中園のセッションで議論されたような名目的な硬直性と実質的な硬直性とが複雑にからみながら、成長期待の弱さとデフレに何か関連があったようにみえると述べた。

(金融政策について)

モデレーターの岩田は、成長期待が高まらないなかで、金融政策に求められる役割は何か問うた。池尾は、成長期待を高める取り組みをやりやすくする環境を整えることがマクロ経済政策の役割であるが、政策金利がゼロのもとでは、量的な緩和による追加的な効果は乏しく、ゼロ金利政策の継続が金融政策の実質的な限界と述べた。

関根は、世界的な長期停滞 (secular stagnation) の一連の議論に触れつつ、構造改革が重要なのか、需要喚起政策が重要なのか、海外の中銀関係者の間では常に議論になるとし、欧州系のエコノミストは構造改革の重要性を説く一方、北米系のエコノミストのなかには、むしろ需要喚起政策が有効とする論調もある点を指摘。後者は、失業の履歴効果や設備投資による資本ストックの蓄積効果などを重視し、需要喚起政策によって構造問題へも対処可能と主張しており、今のわが国の金融政策もこれに通ずるところがあるのではないかと述べた。

これについて福田は、北米系のエコノミストが、需要喚起政策を重視していることは事実であるが、バブルの危険を伴う金融政策よりもむしろ財政政策に重点が置かれているのではないかと指摘した。関根は、これに同意しつつも、だからといってゼロ金利のもとで金融政策のトランスミッション・メカニズムが効かなくなるということではないとし、実質金利を通じたチャネル以外にも、たとえば、為替レートを通じたチャネルがあり得ると述べた。現在、サービス価格と賃金がともに上昇している点を見ると、エネルギー価格などを除いたコアの消費者物価は、為替パズスルーの影響をそこまで大きくは受けていないだろうとしながらも、為替円安によって企業収益が押し上げられ、それがトリクルダウンして物価を押し上げる経路は相応にあるとの認識を示した。

工藤は、現時点では適切なモデルがない以上、金融政策の効果を正確に測ることは困難としたうえで、2012年後半以降の為替円安は、安倍政権誕生により金融・財政政策が大きく変化するとの期待があった点などが為替レートに大きく影響したと述べた。本来、こうした影響を除いて、金融政策の効果を抽出すべきとし、はっきりとしたトランスミッション・メカニズムへの理解がないと、「気がついたときにはアクセルを踏み過ぎていた」ということになりかねないとした。

また、鈴木は、関根が主張した「デフレ均衡」は、政策金利に非負制約がある（ゼロ以下にならない）という前提に立つ一方、ヨーロッパなどの現状を踏まえると、マイナス金利も可能と思われるが、政策金利を仮にマイナスとした場合、均衡がどのように変わるのか問うた。これに対して、福田は、政策金利がマイナス無限大まで引き下げられるということでない以上、マイナス金利のもとでも関根と同様の議論が成り立つと回答した。

以上の議論を踏まえて福田は、現在の金融政策は、金融市場だけではなく、实体经济にも一定の効果があったと考えられ、全く効果がないと思っている人はむしろ少数派であろうと述べた。その一方で、わが国において深刻な点は、財政赤字の大きさを踏まえると財政政策の余地が乏しく、金融政策に過度な負担がかかっている点を挙げ、多くの論者が挙げたように、いろいろな面で日本経済を構造的に変える道筋をつけていかねば、よい方向には進みがたいのだろうと述べた。

（モデレーターによる総括）

モデレーターの岩田は、議論を総括するとともに自身の見解を述べた。まず、関根の指摘にもあったとおり、現在の金融政策は、需要を喚起して需給ギャップを縮小させるとともに、フィリップス曲線の上方シフト、あるいはその傾きの引き上げを狙っていると述べた。この際、労働市場では、人手不足といわれるほどタイト化が進んでおり、正規と非正規を分ければ、賃金はそれぞれしっかりと上がっているとの認識を示した。こうした人手不足は、労働生産性を引き上げないと企業の存続が危うくなるような状況をもたらし、結果として、労働生産性の引き上げを目的とした省人化投資や人的資本への投資を促すことにつながっていくとの見方を示した。

このように金融政策は、労働市場のタイト化を通じて、生産性向上にもつながる経路があると考えられるが、一方で、池尾と福田が強調したように、成長戦略のひとつひとつのことを地道にやっていくことの必要性にも同意し、これがうまくいかなければ、低成長下での2%インフレともなりかねないとの認識を示した。

最後に、今回の議論を今後の金融政策運営にも役立てていきたいとして、総括討議を締めた。

6. 閉会の辞

閉会にあたり、福田は、東京大学金融教育研究センターを代表して、同センターの社会的使命を果たすうえで本コンファレンスが重要な役割を担っていると、その意義を改めて評価した。そのうえで、これまでのコンファレンスのテーマを振り返り、これまで繰り返し日本の物価変動について議論されてきたことが、日本経済の複雑な状況をよく表していると述べた。ただ、同じようなテーマを扱いながらも、そのたびに質の高い論文が報告され、日本経済についての理解を深めてきたとしたうえで、今後も、これまでの伝統を引き継ぎながら、本コンファレンスを永く続けていきたいと述べ、コンファレンスを締めくくった。

以 上



東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局

第6回共催コンファレンス

「物価変動とそこでの経済主体の行動変化」

□日時 2015年11月26日(木)
□場所 日本銀行本店9階大会議室A

プログラム

9:00-9:05 開会の辞 関根 敏隆 日本銀行調査統計局長

導入セッション

9:05-9:50 物価変動とそこでの経済主体の行動変化
報告者 原 尚子 日本銀行調査統計局企画役補佐

第1セッション 「物価変動の背景」

座長 福田 慎一 東京大学教授
9:50-10:50 Inflation Expectations and Monetary Policy under Disagreements
報告者 中園 善行 横浜市立大学准教授
指定討論者 堀 雅博 内閣府経済社会総合研究所
上席主任研究官
10:50-11:00 休憩

- 11：00－12：00 **デフレ期における価格の硬直化：原因と含意**
 報告者 渡辺 努 東京大学教授
 指定討論者 早川 英男 富士通総研
 経済研究所エグゼクティブ・フェロー
- 12：00－13：30 昼食

第2セッション 「経済主体の行動変化」

- 座長 地主 敏樹 神戸大学教授
- 13：30－14：30 **量的緩和政策と労働市場**
 報告者 宮本 弘暁 東京大学特任准教授
 指定討論者 工藤 教孝 名古屋大学教授
- 14：30－15：30 **Household Portfolios in a Secular Stagnation World: Evidence from Japan**
 報告者 青木 浩介 東京大学准教授
 指定討論者 チャールズ・ユウジ・ホリオカ
 アジア成長研究所主席研究員
- 15：30－15：45 休憩

総括討議

- 15：45－17：45 モデレーター 岩田規久男 日本銀行副総裁
 パネリスト 福田 慎一 東京大学教授
 地主 敏樹 神戸大学教授
 池尾 和人 慶應義塾大学教授
 関根 敏隆 日本銀行調査統計局長
- 17：45－18：00 閉会の辞 福田 慎一 東京大学教授
- 18：30－ 懇親会
 挨拶 桑原 茂裕 日本銀行理事

発言者の氏名および所属（肩書・敬称略、五十音順）

所属	氏名
東京大学	青木 浩介
慶應義塾大学	池尾 和人
日本銀行	岩田 規久男
東京大学	植田 和男
関西大学	鵜飼 康東
日本銀行	宇野 洋輔
中央大学	小野 有人
一橋大学	加納 隆
名古屋大学	工藤 教孝
リコー経済社会研究所	神津 多可思
専修大学	河野 敏鑑
神戸大学	地主 敏樹
(株) 三菱東京 UFJ 銀行	鈴木 敏之
日本銀行	関根 敏隆
横浜市立大学	中園 善行
日本銀行	中村 康治
(株) 富士通総研	早川 英男
日本銀行	原 尚子
日本銀行	原田 泰
東京大学	福田 慎一
内閣府	堀 雅博
アジア成長研究所	チャールズ・ユウジ・ ホリオカ
東京大学	宮本 弘暁
東京大学	渡辺 努