

# 日本金融学会春季大会（6月） 共通論壇パネル

<座長>

野村総合研究所 金融イノベーション研究部  
井上哲也

2025年5月

**NRI**

Envision the value,  
Empower the change



## 開催要項（抜粋）

### 「金融政策の多角的レビューが示唆する課題：将来の政策運営への意味合い」

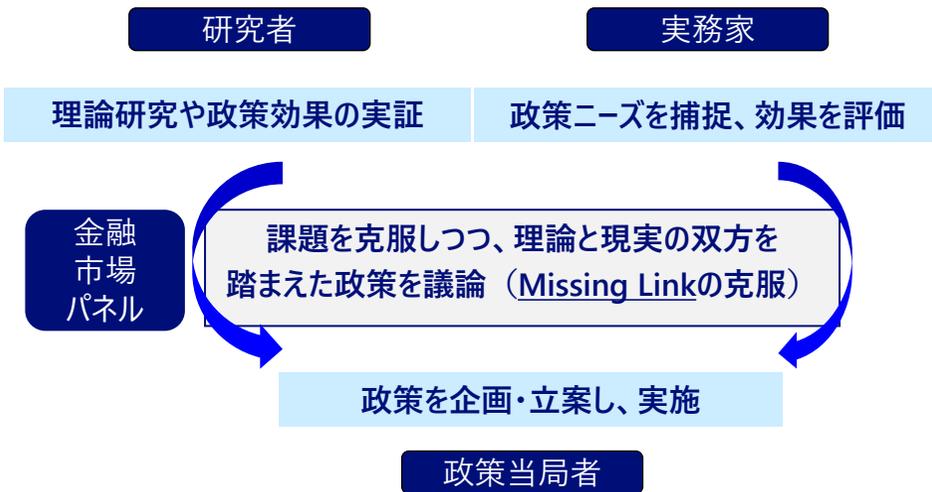
本パネルは、日本銀行が昨年12月に公表した「金融政策の多角的レビュー」（以下「レビュー」と略）が示唆した課題を確認しながら、日本銀行がこれから将来に向けて金融政策を運営する上での実践的な意味合いについて議論することを目的とする。

「レビュー」は過去25年の日本の物価、経済、金融が直面した様々な課題を詳細に分析しつつ、これに対する非伝統的な政策手段を含む政策対応の効果や副作用を検討している。また、「レビュー」のベースとなった多数の研究論文が公表され、モデルやデータの内容を検証可能な状況となっている。このため、既に民間側からも「レビュー」の分析や結論の妥当性を検証する動きがみられる。

足元では日本銀行による金融政策の正常化が進行している。しかし、長い目で見た場合には、再び非伝統的な政策手段を活用する蓋然性が一定程度存在するだけに、「レビュー」は単にPost Mortem的な意味合いだけを有する訳ではない。「レビュー」がその意義を最大限に発揮する上では、「レビュー」が示唆した課題をもとに、将来の政策運営に具体的にどう活用しうるかという実践的な視点からの議論も不可欠である。

# 「金融市場パネル」

- 「金融市場パネル」は、主要国におけるマクロの金融経済に関する政策を民間の立場から議論する場として、野村総合研究所（NRI）の主催により2009年3月にスタートした。2020年度は東京大学・みずほ振興基金、2021年度からは東京大学金融研究教育センター（CARF）の主催により開催され現在に至っている（事務局はNRI井上が個人の立場で担当）。



- ・通常会合は、年3～4回程度の頻度で非公開で開催し、議事概要を対外公表
- ・加えて、コロナ以前は、年1回程度の頻度で外部講師を招聘して公開版会合を開催し、議事概要を対外公表
- ・過去の議事概要は、NRI（第48回まで）ないしCARF（それ以降）のホームページに掲載

## 通常会合にご参加いただいている方々（50音順・2025年3月時点）

内田和人	エムエスティ保険サービス 代表取締役会長
江川由紀雄	流動化・証券化協議会 顧問
大島周	海外通信・放送・郵便事業支援機構 取締役社長
翁百合	日本総合研究所 理事長
加藤出	東短リサーチ 代表取締役社長チーフエコノミスト
亀田制作	SOMPOインスティテュート・プラス エグゼクティブエコノミスト
唐鎌大輔	みずほ銀行 チーフマーケットエコノミスト
北村行伸	立正大学データサイエンス学部 教授
神津多可思	日本証券アナリスト協会 専務理事
左三川郁子	日本経済研究センター 金融研究室長兼主任研究員
清水順子	学習院大学 経済学部教授
須田美矢子	キャノングローバル戦略研究所 特別顧問
武邑淳史	日本マスタートラスト信託銀行 取締役証券取引執行部長
徳勝礼子	BNPパリバ証券 チーフAPAC金利ストラテジスト
徳島勝幸	ニッセイ基礎研究所 取締役金融研究部研究理事
根本直子	早稲田大学ビジネススクール 教授
福田慎一	東京大学大学院経済学研究科 教授
細野薫	学習院大学経済学部 教授
石川純子	野村総合研究所 エキスパートリサーチャー

## (参考) 「金融市場パネル」への期待：植田和男氏（現 日本銀行総裁）

### 金融市場パネルに期待する

NRI主催で設立された「金融市場パネル」は、日本では珍しい学者・実務家による政策オリエンテッドなフォーラムである。外国では、米国においてロチェスター大学のブルナー教授とカーネギーメロン大学のメルツァー教授の主導で1973年から30年強続いた“Shadow Open Market Committee”が有名であり、連邦準備銀行の金融政策に関する学界・民間エコノミスト界の意見を集約して存在感を発揮した。イギリス、EUにも同様の組織があるようである。

今回の日本における試みは、金融政策だけでなく、金融市場の諸側面に係わる分析、政策提言を進めていくとのこと、ちょうど金融政策がゼロ金利制約と金融システム問題の深刻化からプルーデンス政策と切り離して論じられなくなっている現状に鑑みて、非常に興味深いものである。

メンバーも学界、実務家両サイドからトップ・クラスの方々を集めており、単純に日本銀行の金融政策決定会合をなぞるようなものではなく、政策担当者がはっとするような斬新な政策提言が生まれることを期待している。

東京大学経済学部  
教授  
植田和男  
(2012年)

## サブテーマの講師、目的

サブテーマ	講師	目的
自然利子率ないし 中立金利	早川英男氏（元日本銀行理事）	自然利子率ないし中立金利の推計を巡る動向や課題を検討するとともに、将来の政策運営に対する意味合いを考える
為替レート	須田美矢子氏（元日本銀行 審議委員）	為替レートの変動が物価や経済活動に与える影響を検討するとともに、将来の政策運営に対する意味合いを考える
国債保有	大島周氏（元みずほ銀行市場 担当常務）	非伝統的金融政策の結果としての大量の国債保有に伴う影響を検討するとともに、将来の政策運営に対する意味合いを考える
マイナス金利政策	左三川郁子氏（日本経済研究 センター研究主幹）	非伝統的金融政策の一環としてのマイナス金利政策に伴う影響を再検討するとともに、将来の政策運営に対する意味合いを考える

# サブテーマの論点案 (1)

## サブテーマ

## 想定論点

### 自然利子率 ないし 中立金利

#### < 自然利子率ないし中立金利の推計 >

- ・自然利子率や中立金利の理論的な意味合い（マイナス水準の解釈を含む）
- ・それらの主な推計方法とその特徴
- ・主な推計方法における課題や展望

#### < 政策運営への意味合い >

- ・金融政策の緩和／引締め度合いの尺度としての役割とその課題
- ・政策金利の予想パスに対する働きかけの役割とその課題
- ・金融環境に関する他の指標との補完の可能性

### 為替レート

#### < 為替レートが物価や経済活動に与える影響 >

- ・為替レートが物価に影響を与えた主な経路とその特徴
- ・為替レートが経済活動に影響を与えた主な経路とその特徴
- ・政治経済学としてみた場合の為替レートの意味合い

#### < 政策運営への意味合い >

- ・物価や経済活動の為替レートに対する感応度の変化とその背景
- ・日銀の金融政策が為替レートに影響する「内生性」への対応
- ・政策目標の中における為替レートの位置づけ

## サブテーマの論点案 (2)

### サブテーマ

### 想定論点

#### 国債保有

< 大量の国債保有の影響 >

- ・金利と取引量などからみた市場機能への影響とその課題
- ・イールドカーブの変化を通じた金融市場側の情報発信への影響とその課題
- ・金利リスクの分担に伴う金融安定面での意味合い

< 将来への意味合い >

- ・景気循環ないし長期の視点での日銀の適切な国債保有とその課題
- ・長期ゾーン金利の抑制に伴う効果と副作用
- ・金利リスクの再配分に向けた展望と課題

#### マイナス金利政策

< マイナス金利政策の影響 >

- ・銀行を含む金融仲介機能への実際の影響とその特徴
- ・リバーサルレートの実際の意味合いと理論との対比
- ・為替レートや長期金利など金融市場を通じた効果の波及とその特徴

< 将来への意味合い >

- ・預金・貸出の特徴が変化する下での政策金利の波及の変化
- ・マイナス金利政策の再活用に適した金融経済の条件
- ・マイナス金利政策の副作用を抑制するための方策やその課題

## 自由討議の論点案

### 資産価格としての 為替レート

- 為替レートを異種の通貨間の交換比率という視点でなく、異種の通貨建て資産の相対価格という視点からとらえた場合、経済活動への影響や政策運営にどのような意味合いを生じうるか

### マイナス金利政策と 国債買入の関係

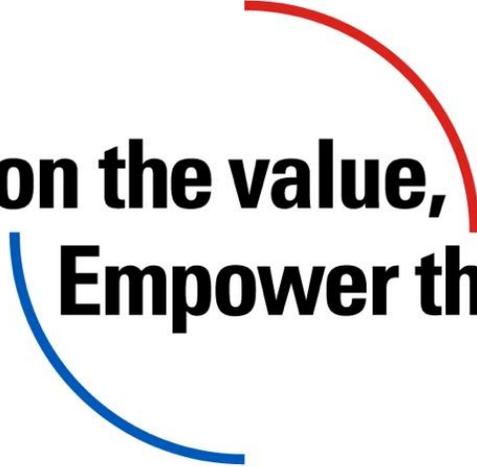
- とともに非伝統的金融政策の手段であるマイナス金利政策と国債買入の間にはどのような補完性、ないし代替性があるのか。それは将来に向けてどう変化しうるか。

### 不可視な政策目標の コミュニケーション

- 直接観察することができない政策目標（中立金利や基調的インフレ）について、中央銀行と民間経済主体が理解や認識を共有するにはどのような対応が必要か。

### 期待や行動への働きかけ

- 非伝統的金融政策の主たる波及経路である民間経済主体の期待や行動への働きかけが成功するための条件は何か。そのためにはどのような工夫が必要か。



**Envision the value,  
Empower the change**