

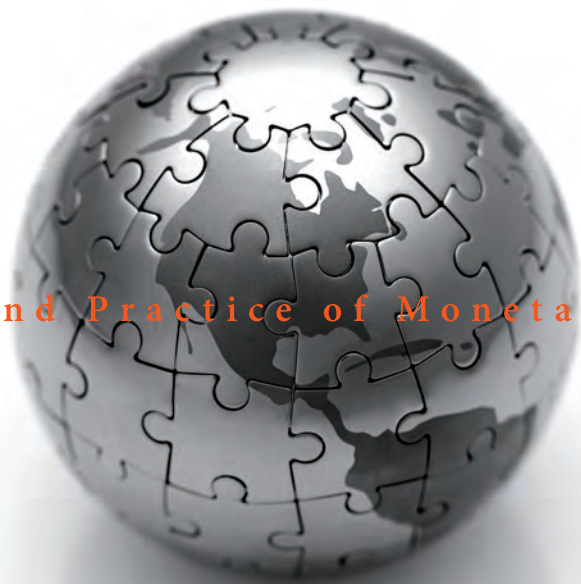
仲田泰祐

Nakata Taisuke

＝著

# 金融政策の 理論と実践

動学マクロ経済学アプローチ



Theory and Practice of Monetary Policy

## はしがき

### ■ 本書の目的と特徴

金融政策に大きな注目が集まっています。

日本では新型コロナ危機をきっかけに、これまで30年以上もの長きにわたって続いてきた低インフレ・低金利の時代の幕が閉じ、本書執筆時点ではインフレ率が政策目標率である2%を上回る水準で推移しています。そして、日本銀行が政策金利を今後どの程度、どのようなペースで引き上げていくかに関心が集まっています。物価・金融政策を決定する日本銀行の動向に関する話題は、毎日のようにニュースで取り上げられています。

本書では、金融政策をより体系的に理解したい方々のために、政策関係者や研究者たちが行う金融政策分析で定着しており、現実の金融政策思想・哲学にも大きな影響を与えてきた動学マクロ経済モデルに基づくさまざまな理論を、政策現場との関係もふまえて実践的に紹介していきます。

筆者は、2012年から2020年までアメリカの中央銀行制度であるFRB（連邦準備制度理事会）のマクロ経済モデル・チームに所属し、さまざまな学術的・実務的な金融政策分析を行ってきました。その経験を通して、理論的な分析が実際の金融政策の意思決定にどのように貢献しているのか、金融政策運営を支配する思想・哲学にどのように影響を与えてきたのかを間近で観察することができました。その経験を活かして、マクロ経済モデルに基づいた理論を紹介するだけでなく、その理論がどのようにFRBの政策と関係しているかについても解説します。

この書籍のもととなる『経済セミナー』誌での連載は、2020年秋に開始し、途中約2年半の休載を経て2025年春に完結しました。連載開始時点では、新型コロナ危機の影響でアメリカでの政策金利がゼロであったこともあり、2010年代のアメリカでゼロ金利政策が実施されていた時代だけに焦点をあてる予定

でした。しかしながら、その後 FRB の課題がポストコロナにおけるインフレ上昇への対応に変わったことをふまえ、当初の予定を変更し、ゼロ金利政策の時代、低金利・低インフレの時代、さらには高インフレの時代の金融政策に含意のあるマクロモデル分析も紹介することにしました。

FRB では経済分析を行う際に動学マクロ経済モデルを頻繁に使用します。本書では、金融政策分析でよく用いられるマクロ経済モデル、そして FRB の金融政策運営の裏付けとなる理論を学ぶだけでなく、モデル分析が実際に政策現場でどのように活用されているかについても詳細にお伝えすることも目的としています。また、公開されている具体的なモデル分析例もいくつか紹介します。金融政策以外にも、数理モデル分析が政策判断の材料になる分野は多々あると思います。FRB における数理モデル活用の実例は、そういった他の政策における数理モデル分析の活用を考える際にも参考としていただけるのではないかと考えています。

## ■ 謝辞

本書はさまざまな方の協力を得て完成にたどり着くことができました。まず、約 2 年半にわたる休載を許容してくださり、連載の開始から本書の完成までともに走ってくださった編集者の尾崎大輔氏に感謝を申し上げます。また、本書の執筆に協力してくれたリサーチ・アシスタントの浅井寛之氏、植田久美子氏、遠藤宏哲氏、久保田紘行氏、渋谷春樹氏、前園直輝氏、森公毅氏に感謝します。

本書は、筆者の金融政策の研究・政策分析からの知見に基づいて書かれています。カンザスシティ連邦準備銀行勤務時代に研究のおもしろさを教えてくださった Jordan Rappaport 氏、Todd Clark 氏。ニューヨーク大学の博士課程在学中に研究者としての基礎を叩き込んでくださった Tim Cogley 氏、Mark Gertler 氏、Thomas Sargent 氏。FRB 勤務時代に政策分析のノウハウを教えてくださった Thomas Laubach 氏、John Roberts 氏。FRB 時代にリサーチ・アシスタントとして研究をサポートしてくれた Philip Coyle 氏、Timothy Hills 氏、Mark Wilkinson 氏、Paul Yoo 氏。長年、金融政策の分野で共同研究を続けさせてもらっている Sebastian Schmidt 氏、砂川武貴氏。その他、金融政策研究でお世話になったすべての方々に感謝します。

最後になりますが、本書の執筆を含め、普段から研究に集中できるのは家族・友人の支えがあつてのことです。この場を借りてお礼を申し上げます。

2025 年 9 月

仲田 泰祐

- 本書で解説している分析を再現するためのコード、および付属資料を、以下のサポートサイトで提供しています。本書とあわせて、ぜひご利用ください。

<https://sites.google.com/view/nakata-monetary-policy-nippon>



## 著者紹介

仲田 泰祐 (なかた・たいすけ)

東京大学大学院経済学研究科および公共政策大学院准教授

2003 年、シカゴ大学経済学部卒業。同年よりカンザスシティ連邦準備銀行調査部アシスタントエコノミスト。2012 年、ニューヨーク大学にて Ph.D. (経済学) を取得。

同年より、連邦準備制度理事会 (FRB) 調査部エコノミスト。同シニアエコノミスト、同主任エコノミストを経て、2020 年 4 月より現職。

2021 年、第 6 回円城寺次郎記念賞受賞。2022 年、第 5 回 GPIF Finance Awards 受賞。2025 年、第 20 回日本経済学会石川賞受賞。

主な著作に、“Uncertainty at the Zero Lower Bound,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(3): 186-221, 2017, “Conservatism and Liquidity Traps,” (with Sebastian Schmidt) *Journal of Monetary Economics*, 104: 37-47, 2019, 『コロナ危機、経済学者の挑戦』(藤井大輔と共著)、日本評論社、2022 年、などがある。

## 目 次

はしがき	i
著者紹介	iv

---

序章 理論と政策の交差点	1
--------------	---

---

1 はじめに	1
1.1 世界金融危機後：ゼロ金利の時代 (1)	1.2 新型コロナ危機後：インフレの時代 (3)
2 本書のねらいと構成	5
2.1 本書のねらいと想定読者 (5)	2.2 本書の構成 (6)

---

第1章 ニューケインジアン・モデルの基礎と応用	9
-------------------------	---

---

1	金融政策で使われるマクロ経済モデルの背景	9
2	ニューケインジアン・モデル	11
2.1	モデルの設定 (11)	
2.2	モデルの線形近似 (16)	
2.3	「ピザの生地」を味わう (17)	
2.4	モデルの解法 (18)	
3	準備運動 (1)：2つの定常状態	20
4	準備運動 (2)：マイナス金利の効果	22
5	おわりに	24
演習問題 (24)		

---

第2章 ゼロ金利制約下の財政政策	27
------------------	----

---

1 はじめに	27
2 ARRA と財政政策に対する考え方の変遷	27
3 財政政策の入ったニューケインジアン・モデル	30
3.1 財政政策を組み入れたモデル (31)	3.2 線形バージョン (32)
4 数値分析	33
4.1 主分析 (33)	4.2 副次的分析 (36)
5 解析的分析	42
5.1 主分析 (42)	5.2 副次的分析 (44)

6	ゼロ金利下での財政政策効果の実証分析	46
7	おわりに	47
	演習問題 (48)	

### 第3章 政策金利のフォワードガイダンス(1)

#### 最適裁量政策と最適コミットメント政策

51

1	はじめに	51
2	Tealbook B の金融政策分析	52
3	将来の政策金利バス期待の役割	55
4	最適金融政策	58
4.1	中央銀行の厚生関数 (58)	
4.2	最適裁量政策 (60)	
4.3	最適コミットメント政策 (61)	
5	中央銀行のトレードオフ	65
5.1	中央銀行の目的関数と制約式 (65)	
5.2	静的フィリップス曲線を活用した簡略化 (66)	
5.3	2 期間モデルでの最適裁量政策 (67)	
5.4	2 期間モデルでの最適コミットメント政策 (69)	
6	おわりに	74
	演習問題 (74)	

### 第4章 政策金利のフォワードガイダンス(2)

#### 金融政策ルール

77

1	はじめに	77
2	FRB における金融政策ルール分析	78
3	ニューケインジアン・モデルにおける金融政策ルール分析	83
3.1	慣性的テイラー・ルール (85)	
3.2	物価水準目標ルールと名目所得目標ルール (89)	
3.3	Reifschneider-Williams ルール (94)	
4	おわりに	99
	演習問題 (100)	

### 第5章 最適コミットメント政策に対する4つの懸念

101

1	はじめに	101
2	長期インフレ期待の上昇	101
3	金融システムの不安定化	104
4	期待チャネルの強さへの懐疑	106
5	時間的非整合性	113

5.1 2 期間モデルによる分析 (114)	5.2 無限期間モデルによる分析 (117)	5.3 時間 的非整合性の実務的重要性 (117)
<b>6 おわりに</b> .....		120
演習問題 (122)		

## 第 6 章 ゼロ金利制約と不確実性 125

<b>1 はじめに</b> .....	125
<b>2 利上げ開始時期を悩ませる不確実性</b> .....	125
2.1 経済見通しの不確実性 (125)	2.2 背景 (126)
<b>3 3 期間モデルによる分析</b> .....	127
3.1 不確実性がないケース (129)	3.2 不確実性があるケース (129)
<b>4 無限期間モデルによる分析</b> .....	133
<b>5 不確実性と定常状態での政策運営</b> .....	137
5.1 不確実性が定常状態に及ぼす影響 (137)	5.2 背景 (137)
<b>6 2 期間モデルによる分析</b> .....	139
6.1 不確実性がないケース (141)	6.2 不確実性があるケース (142)
<b>7 無限期間モデルによる分析</b> .....	143
<b>8 おわりに</b> .....	145
演習問題 (145)	

## 第 7 章 2019～2020 年の戦略レビューと 平均インフレ目標枠組みの導入 147

1	はじめに	147
2	戦略レビューと柔軟な平均インフレ目標枠組みの導入	148
2.1	自然利子率の低下 (148)	
2.2	戦略レビュー (149)	
2.3	オーバーシュート型政策への支持 (150)	
2.4	オーバーシュート型政策に対する懸念 (151)	
2.5	2020 年 8 月、平均インフレ目標枠組みの導入 (155)	
3	平均インフレ率ルールのモデル分析	156
3.1	2 期間モデル (156)	
3.2	無限期間モデル (160)	
4	おわりに	162
	演習問題 (163)	

## 第 8 章 コロナ危機後のインフレ上昇(1) コストプッシュ・ショック理論 165

<b>1 はじめに</b> .....	165
<b>2 インフレ上昇の背景</b> .....	165



<b>3</b>	<b>2 期間モデル</b>	167
3.1	最適裁量政策 (168)	3.2 最適コミットメント政策 (172)
<b>4</b>	<b>無限期間モデル</b>	176
4.1	最適裁量政策 (177)	4.2 最適コミットメント政策 (178)
<b>5</b>	<b>おわりに</b>	180
	演習問題 (180)	

---

<b>第9章</b>	<b>コロナ危機後のインフレ上昇(2)</b>	
	<b>インフレ・バイアスの理論</b>	<b>181</b>

---

<b>1</b>	<b>はじめに</b>	181
<b>2</b>	<b>静的モデルにおけるインフレ・バイアス</b>	182
2.1	モデル (182)	2.2 最適コミットメント政策 (183)
2.3	最適裁量政策 (184)	2.4 インフレ・バイアスのメカニズム (186)
2.5	インフレ・バイアスの政策含意 (189)	2.6 保守的な中央銀行 (190)
<b>3</b>	<b>動的モデルにおけるインフレ・バイアス</b>	193
3.1	モデル (193)	3.2 最適コミットメント政策 (193)
3.3	最適裁量政策 (194)	3.4 インフレ・バイアスのメカニズム (196)
3.5	保守的な中央銀行 (198)	
<b>4</b>	<b>おわりに</b>	200
	演習問題 (201)	

---

<b>終章</b>	<b>金融政策理論のこれから</b>	
	<b>今後の展望と政策現場での活用に向けて</b>	<b>203</b>

---

<b>1</b>	<b>理論研究の展望：資産購入政策と不確実性</b>	203
1.1	資産購入政策 (203)	1.2 不確実性 (205)
<b>2</b>	<b>モデル分析を活用するにあたって</b>	206
2.1	健全な懐疑心 (207)	2.2 モデルの多様性 (208)
<b>3</b>	<b>おわりに</b>	209

---

<b>付録A</b>	<b>ニューケインジアン・モデルの詳細</b>	<b>211</b>
------------	-------------------------	------------

---

<b>1</b>	<b>民間部門</b>	211
1.1	代表的家計 (211)	1.2 最終財生産企業 (213)
1.3	中間財生産企業 (214)	1.4 市場均衡条件 (215)
1.5	民間部門の均衡のまとめ (216)	
<b>2</b>	<b>政府部門と中央銀行</b>	216
2.1	政府 (財政当局) (216)	2.2 中央銀行 (217)

---

<b>付録B</b>	<b>ニューケインジアン・モデルの近似</b>	<b>221</b>
------------	-------------------------	------------

---

<b>1</b>	<b>数学的準備</b>	221
----------	--------------	-----

1.1 対数 1 次（線形）近似（221）	1.2 対数 2 次近似（225）	1.3 対数近似利用の際の注意点（228）
<b>2 NK モデルの均衡条件の対数 1 次近似</b> .....	<b>229</b>	
2.1 消費のオイラー方程式（229）	2.2 同時点の最適条件（230）	2.3 中間財生産企業の最適条件（231）
2.4 総生産関数（233）	2.5 総資源制約（234）	2.6 金融政策ルール〔テイラー・ルール〕（235）
2.7 対数線形化した均衡条件のまとめ（235）		
<b>3 家計の厚生 of 対数 2 次近似</b> .....	<b>236</b>	
演習問題（240）		

参考文献	241
------	-----

索引	246
----	-----

# 序章

## 理論と政策の交差点

### 1 はじめに

#### 1.1 世界金融危機後：ゼロ金利の時代

2008年9月、リーマン・ブラザーズの破綻。1930年代の大恐慌並みの経済活動の落ち込みさえも懸念されていた2008年後半のアメリカ経済。同年12月には、アメリカの中央銀行である連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System：FRB）は、政策金利であるFF（Federal Fund）金利を、戦後初めて実質的にゼロまで下げます。にもかかわらず、2010年には失業率が10%に達し、ユーロ危機や財政危機などの影響もあり、その後の経済回復は不安定なものに。金融危機の前である2007年1月から2024年8月までのFF金利の推移を示した図0.1にも描かれているように、結局FRBは2015年末まで計7年間、FF金利をゼロに据え置きました。

FRBが2008年末にFF金利を実質的にゼロに下げるまでは、アメリカ、そしてその他の日本以外の多くの国々は、ゼロ金利を「日本の現象」だと考えていました。もちろん一部の研究者・政策関係者は、日本銀行の政策を丁寧に観察し、政策金利がゼロ金利制約に直面した場合に中央銀行は何をすべきかを考えていましたが、当事者意識は薄く、どこか「他人事」のように捉えていました。ところが、金融危機後のアメリカで政策金利をゼロに、そしてその後、他の先進国でも政策金利をゼロもしくはマイナスにまで下げる事態になり、日本以外の国の人々もようやく当事者意識を持ち始めます。

2008年末から2015年末のゼロ金利は、アメリカにとって第二次世界大戦後、

図0.1 FF金利の推移 (%)



(注) グレーの期間はアメリカの不況期を示しています。

(出所) FRED Economic Research (<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>).

初めての経験でした。そのため、どのような政策をとればよいかを判断する際に自国の過去の経験はあまり役に立ちません。したがって、他国の経験から学ぶことになります。当時は、ゼロ金利制約に直面した例が日本しかなかったため、日本が使わなかった政策の効果については学ぶことができません。また、日本で成功した政策が必ずしも他の国の違った状況下で成功するとも限りません。そもそもマクロ経済政策では純粋なランダム化実験をすることができないので、どの政策が成功したか失敗したかを一部のミクロ実証研究ほどの確信をもって判断することはできません。

そのような状況では、理論が政策運営の道しるべとなります。特に金利政策とそのフォワードガイダンスに関しては、第1章で詳しく説明する「価格粘着性」という性質を組み入れた動学モデルに基づいた理論分析が、道しるべとして大活躍しました。ニューヨーク大学のミクロ経済理論家であるアリエル・ルービンシュタイン教授は、「モデルは寓話にすぎない。しかし、よいモデルはよい寓話と同じように人々の文化（考え方）に影響を与えることで現実に大きな影響を持ちうる」と述べました（Rubinstein 2006）。このイメージは、金融政策の理論にもとてもよく当てはまります。現実の金融政策は、その時代の金融政策運営の哲学・思想によって大まかな方向性が決まります。理論分析は、過去の経験からの教訓とともに、金融政策運営の哲学・思想に大きな影響を与

えてきました。

## 1.2 新型コロナ危機後：インフレの時代

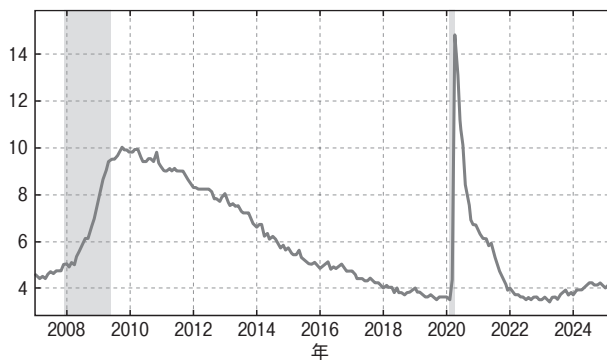
2020年初頭に突然、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）が世界を襲います。アメリカでは、2020年3月に新型コロナウイルス感染症の感染拡大が本格化します。そして、感染抑制のために外出禁止令（ロックダウン）などの強力な非医療介入政策が実施されたこともあり、経済は急速に減退します。FRBは同年3月中旬までに政策金利を下方制約の水準にまで引き下げます。また、株式などのさまざまな資産を買い入れて、経済活動をサポートしようと努めます。しかし、失業率は同年4月に15%近くまで上昇しました。これは、1930年代の世界大恐慌以来最も高い水準です。一方、インフレ率については大幅な低下は起こらなかったものの、2020年を通して1.5%とコロナ危機前のトレンドを多少下回る水準となっていました。

しかし、2021年に入るとインフレ率が急速に上昇し始めます。当初、FRBをはじめとする市場関係者の多くは、このインフレ圧力を一時的なものであると考えていましたが、2021年後半になってもインフレ圧力が衰えることはなく、高インフレの長期化が懸念され始めました。

当初は利上げに慎重な姿勢を示していたFRBですが、2022年3月について利上げに踏み切ります。利上げ開始後は、FRBは一貫してインフレ抑制最優先の姿勢をとり、わずか1年半の間に政策金利を5%ポイント以上引き上げます。インフレ率は、2022年夏にはピークを迎えその後緩やかに減少していきますが、本章を執筆している2025年9月現在でもインフレ率は3%を多少下回る程度のレベルで推移しており、今後どういったペースでインフレ目標である2%に到達するかに関しては大きな不確実性があります。

世界金融危機後のゼロ金利政策とは異なり、高インフレはアメリカにとってまったく初めての経験ではありません。コロナ危機後のインフレ対応に際して、FRBは1970年代後半・1980年代前半の高インフレ時代の教訓を最大限に活用しました。「この時代の高インフレの経験を繰り返さないために、金融政策はどのように運営すべきか?」「高インフレ時代の教訓とは何か?」という問いは、1980年代・1990年代の中央銀行の世界、そしてマクロ経済学の世界で重要な位置を占めてきた問いです。そして、この問いに挑んだ理論的な分析のい

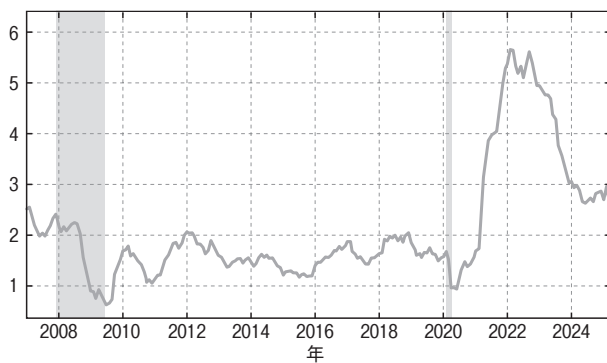
図0.2 失業率の推移 (%)



(注) グレーの期間はアメリカの不況期を示しています。

(出所) FRED Economic Research (<https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>).

図0.3 インフレ率の推移 (%)



(注) グレーの期間はアメリカの不況期を示しています。

(出所) FRED Economic Research (<https://fred.stlouisfed.org/series/PCEPILE>).

くつかは、その後の金融政策運営の哲学・思想の形成にある一定の役割を担ってきたと言えます。

## 2 本書のねらいと構成

### 2.1 本書のねらいと想定読者

本書は、2008年・世界金融危機の時代からコロナ危機後のインフレの時代までの、FRBの金融政策の裏側にある哲学・思想と、それらの形成に影響を与えた（またはそれらを理解するうえで知っておくと有益な）理論を読者の皆さまに紹介しつつ、動学マクロ経済学を学んでもらうことを目的としています。筆者がFRBに勤務していたこともあり、FRBの金融政策運営の考え方を数多くの具体例とともに解説していきますが、FRBの考え方はある程度普遍的なものであるため、日本はもちろん、どの先進国の中央銀行の金融政策運営を考えるうえでも有用だと考えています。

本書は、以下の読者を想定しています。

(1) まず想定している読者は、金融政策や、より広くマクロ経済学を勉強したい大学生・大学院生・社会人の方々です。金融政策に焦点を当てたトピック講義やゼミなどで、1学期ほどかけて勉強できる質と量だと思います。扱うトピックは金融政策が中心ですが、マクロ経済分析で広く用いられている動学モデルを詳しく紹介していくので、動学マクロ経済学を勉強していく中で、1つの例として金融政策のトピックを学ぶのも悪くないと思います。

紹介するモデルのいくつかを解くためには、コンピュータを使ったある程度高度な数値計算力が必要となりますが、ほとんどのモデルは第1章で紹介する「Dynare」などのツールを使えば、比較的簡単に数値的に解くことができます。また多くの場合、モデル自体やモデルを使って行う政策シミュレーションを簡略化することで、自分で手を動かせば簡単に解析的に解くことができます。本書では、そのような解析的な分析も多用します。そのため、意欲のある学部1、2年生なら十分についてくることのできる内容だと思います。

簡略化した解析的に簡単に解けるモデルは、本書で分析例として紹介するだけでなく、必要に応じて本書のサポートサイト (<https://sites.google.com/view/nakata-monetary-policy-nippy>) にアップしていきます。



マクロ経済学の教科書を読んでさまざまなモデルを学んでいて、「モデルを

使って言えることが当たり前のことばかりのように思える」「モデルの存在価値がいまいちよくわからない」などと感じたことのある方々は多いのではないのでしょうか。本書では、ゼロ金利下やその後の強いインフレ圧力下での金融政策について、含意が多く、実際に政策立案者たちにもよく知られている理論を解説することで、理論が政策哲学・思想の形成に重要な役割を担うということと、読者の皆さまに伝えることができればと思います。影響力の大きい理論ほど、ある程度単純で、「専門知識がなくても納得のいく」ものであることも多いので、経済学の知識が豊富な読者の方々は、本書で紹介する理論の単純さに拍子抜けしてしまうかもしれません。また、理論がどれくらいの影響力を持つかは、理論それ自体のすばらしさだけではなく、理論構築者のカリスマ性やマーケティング力にも大きく左右されます。本書を通して、これからマクロ経済学の道を志す学生や若い研究者の方々には、影響力のある理論がいかに数学的に単純であるかを肌で感じてもらい、多くの人の心に響く理論を構築して社会にインパクトを与えるのはそれほど遠い世界ではないのだということを認識していただければと思います。

(2) 次に想定する読者は、マクロ経済学自体には必ずしも興味はないけれども、金融政策、特に FRB の金融政策をより深く理解したいと考えている一般の方々です。本書の目的は、理論と現実の政策のつながりをお伝えすることであり、2008 年以降の FRB の政策を総括的にまとめることではありません。しかし本書を通じて、FRB の具体的な政策決定の過程、もしくは政策立案者が発信してきた政策運営哲学のいくつかを深く掘り下げて解説していきます。そのような解説を通じて、FRB の金融政策に対する理解が深まるのはもちろん、日本や他の先進国の金融政策を考えるうえでも参考になるはずです。また、本書を通して、モデルに触れたことのない多くの方々に「現実のマクロ経済にモデルを活用する」という文化を身近なものとして感じてほしいと思いますし、政策分析・経済分析をする人々の中でそのような文化に共感してくださる方が多少なりとも増えていくことを願っています。

## 2.2 本書の構成

本書の構成は、以下の通りです。



まずは第1章でこの本で何度も登場する動学マクロ経済モデルである「ニューケインジアン・モデル」の紹介をします。そのうえで、定常状態に関する分析と、モデルを使った簡単なシミュレーションを行ってみたいと思います。

第2～5章では、2008年12月から2015年12月までの7年間のゼロ金利制約に直面した時期に、FRBが常に考え続けなければならなかった、「いつまで金利をゼロに据え置くべきか？」という問いを考える際に活躍した理論を中心に解説します。

第6、7章では、2016年1月から2020年3月までの「政策金利が正だけれども低いレベルだった時期」の政策課題、そして2019年に始まったFRBの金融政策に関する戦略レビューと、その結果として2020年8月に導入された「平均インフレ目標」、またそこで活躍した理論を解説します。

そして第8、9章では、コロナ後のインフレ上昇に対応するためのFRBの金融政策を理解するうえで重要な、コストプッシュ・ショックの理論とインフレ・バイアスの理論という2つの理論を紹介します。

最後に終章では、金融政策運営を考えるうえで特に重要な知見を与えてくれる理論研究とはどのようなものか、その方向性に関する展望と、モデル分析を政策に活用する際に留意すべき点は何かについて考えます。

## 索引

## ■ アルファベット

AIT (Average Inflation Target) →平均インフレ目標  
 ARRA (American Recovery and Reinvestment Act) →アメリカ復興・再投資法  
 BIS View 106  
 CES (Constant Elasticity of Substitution) 型生産関数 12, 213  
 COVID-19 →新型コロナウイルス感染症  
 Dynare 5, 18  
 EDO (Estimated Dynamic Optimization) モデル 10  
 FAIT (Flexible Average Inflation Targeting) →柔軟な平均インフレ目標  
 Fed Listens 150  
 Fed View 105  
 FF (Federal Fund) 金利 1  
 FG →フォワードガイダンス  
 FIT →柔軟なインフレ目標  
 FOMC →連邦公開市場委員会  
 FRB →連邦準備制度理事会  
 FRB/US モデル 10, 25, 26, 29, 52, 57, 74, 78, 110, 111, 149, 153, 204, 205  
 IRFs →インパルス応答関数  
 NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) 74  
 NK モデル →ニューケインジアン・モデル  
 PCE (Personal Consumption Expenditures) 59  
 QE (Quantitative Easing) →量的緩和政策  
 Reifschneider-Williams (RW) ルール 94, 95, 96, 97, 99  
 Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications →戦略レビュー  
 Tealbook A 52  
 Tealbook B 22, 52, 54, 78

## ■ あ行

アウトカムに基づいたルール 78  
 アメリカ復興・再投資法 (American Recovery and Reinvestment Act : ARRA) 28, 51  
 意思決定の遅れ 29  
 1 次近似 222, 223  
 一時的な物価水準目標 (Temporary Price-Level-Targeting) 99, 147, 151  
 イールドカーブ・コントロール 112  
 インパルス応答関数 (Impulse Response Functions : IRFs) 18  
 インフレ圧力 3, 181  
 インフレ・バイアス (Inflationary Bias) (理論) 182, 186, 190, 193, 195, 200  
 インフレ目標 (Inflation Targeting) 99, 103  
 オイラー方程式 12, 212, 229  
 高いなる安定 (Great Moderation) 200  
 オーバーシュート (overshoot) 64, 74  
 ——型コミットメント 112  
 ——型の政策 102, 103, 106, 150

## ■ か行

価格粘着性 (Price Stickiness) 2, 9  
 影の政策金利 (Shadow Policy Interest Rate) 39, 85, 95  
 慣性 (Inertia) 25, 39  
 慣性的テイラー・ルール 80, 85, 86, 87, 88, 99, 217  
 期待 (チャネル) 10, 106  
 金融政策 2, 17, 29, 52, 102, 111, 126, 165, 209  
 ——の目標 58  
 金融政策ルール 14, 20, 77, 99, 217  
 歴史依存性のある—— 42  
 金利の期待仮説 55  
 ケインジアン・モデル 9  
 健全な懐疑心 207  
 高インフレ時代の教訓 3  
 合理的期待 101  
 コストプッシュ型インフレ 167

コストプッシュ・ショック 165, 168, 176  
 ——のトレードオフ 172  
 コミットメント均衡 194

## ■ さ 行

最終財生産企業 12, 213  
 財政支出乗数 (Fiscal Multiplier) 34  
 財政政策 27, 29, 216  
 最適金融政策 14  
 最適コミットメント政策 (Optimal Commitment Policy) 14, 52, 61, 62, 64, 77, 113, 114, 116, 117, 172, 174, 178, 179, 183, 193, 218  
 ——下での均衡条件 219  
 最適裁量政策 (Optimal Discretionary Policy) 14, 60, 62, 64, 114, 116, 117, 168, 170, 177, 184, 194, 219  
 ——下での均衡条件 220  
 裁量均衡 195  
 産出ギャップ (Output Gap) 17  
 時間的非整合性 (Time Inconsistency) 113, 116, 117, 118, 120, 154  
 時間反復法 (Time Iteration) 19  
 事後処理戦略 105  
 資産購入政策 203, 204  
 自然利子率 (Natural Rate of Interest) 16, 148  
 実行の遅れ 29  
 柔軟的な平均インフレ目標 (Flexible Average Inflation Targeting : FAIT) 121, 147, 151, 166  
 柔軟なインフレ目標 (Flexible Inflation Targeting : FIT) 147  
 新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) 3, 162, 165  
 政策金利 12, 212  
 政府 14, 216  
 ゼロ金利 (制約) 1, 2  
 ゼロ金利定常状態 → デフレ定常状態  
 線形近似 → 1次近似  
 戦略レビュー (Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications) 147, 149, 156, 165  
 総資源制約 233, 237  
 総生産関数 233

## ■ た 行

対数1次近似 221  
 対数線形化した均衡条件 235  
 対数2次近似 225  
 代表的家計 11, 211  
 タームプレミアム 204  
 中央銀行 14, 210, 217  
 ——のトレードオフ 64, 65, 71, 72, 73  
 保守的な—— 190, 192, 198  
 中間財生産企業 13, 214, 231  
 長短金利操作 112  
 定常状態 (Steady State) 20  
 テイラー展開 221  
 1次—— 221  
 2次—— 225  
 テイラー・ルール 15, 80, 158, 160, 217, 234  
 ——と整合的な政策金利 95  
 デフレ均衡 21, 22  
 デフレ定常状態 20, 21  
 デマンドプル型インフレ 167  
 同時点の最適条件 12, 212, 230

## ■ な 行

2次近似 225, 226  
 2状態のマルコフ過程 (2-State Markov Process) 19  
 日本銀行 112, 120  
 ニューケインジアン・モデル (New Keynesian Model : NK モデル) 9, 10, 11, 17, 211  
 ——の市場均衡条件 15, 215, 229

## ■ は 行

標準定常均衡 21  
 標準定常状態 20, 21  
 フィッシャー方程式 (Fisher Equation) 20  
 フィリップス曲線 (Phillips Curve) 9  
 フォワードガイダンス (Forward Guidance : FG) 41, 51, 203  
 閾値に基づいた—— (Threshold-Based Forward Guidance) 81  
 定性的な—— 52  
 データに基づいた—— (Data-Based Forward Guidance) 53, 81, 125  
 日付に基づいた—— (Calendar-Based For-

ward Guidance) 53, 78, 125  
 フォワードガイダンス・パズル (Forward Guidance Puzzle) 106, 109, 110, 111  
 不確実性 125, 126, 127, 128, 129, 137, 139, 145, 205, 206  
 2つの責務 (Dual Mandate) 59  
 物価水準目標ルール 89, 90, 92, 93, 99, 217  
 平均インフレ目標 (Average Inflation Target : AIT) 42, 100, 103, 151, 155, 156, 157, 158, 160  
 変化率の対数近似 221, 222

## ■ ま 行

マクロブルーデンス政策 105, 152  
 マルコフ完全政策 →最適裁量政策  
 名目所得目標ルール 80, 89, 90, 92, 93, 99, 217  
 モデルの多様性 208

## ■ や 行

歪み (Distortion) 30  
 予防か事後処理か (Lean versus Clean) 106  
 予防戦略 (Leaning-against-the-wind) 105

## ■ ら 行

ラムゼイ政策 →最適コミットメント政策  
 量的緩和政策 (Quantitative Easing : QE) 51  
 量的・質的金融緩和 112  
 連邦公開市場委員会 (Federal Open Market Committee : FOMC) 22, 52, 78, 104, 105, 148, 150, 152, 154, 205, 206, 207  
 連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System : FRB) 1, 3, 10, 27, 41, 51, 58, 78, 80, 81, 101, 103, 105, 106, 110, 125, 137, 147, 149, 150, 156, 165, 166, 181, 189, 200, 204

## ■ 著者紹介

### 仲田 泰祐（なかつ・たいすけ）

東京大学大学院経済学研究科および公共政策大学院准教授

2003年、シカゴ大学経済学部卒業。同年よりカンザスシティ連邦準備銀行調査部アシスタントエコノミスト。2012年、ニューヨーク大学にてPh.D.（経済学）を取得。同年より、連邦準備制度理事会（FRB）調査部エコノミスト。同シニアエコノミスト、同主任エコノミストを経て、2020年4月より現職。

2021年、第6回円城寺次郎記念賞受賞。2022年、第5回 GPIF Finance Awards 受賞。

2025年、第20回日本経済学会石川賞受賞。

主な著作に、“Uncertainty at the Zero Lower Bound,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9 (3): 186–221, 2017, “Conservatism and Liquidity Traps,” (with Sebastian Schmidt) *Journal of Monetary Economics*, 104: 37–47, 2019, 『コロナ危機、経済学者の挑戦』（藤井大輔と共著）、日本評論社、2022年、などがある。

## きんゆうせいさく りろん じっせん どうがく けいざいがく 金融政策の理論と実践——動学マクロ経済学アプローチ

2026年2月10日 第1版第1刷発行

著者 仲田泰祐

発行所 株式会社日本評論社

〒170-8474 東京都豊島区南大塚3-12-4

電話 03-3987-8621（販売） 03-3987-8595（編集）

<https://www.nippyo.co.jp/> 振替 00100-3-16

印刷所 精文堂印刷株式会社

製本所 牧製本印刷株式会社

装幀 図工ファイブ

落丁・乱丁本はお取替えいたします。 Printed in Japan

検印省略 © Taisuke Nakata, 2026 ISBN978-4-535-54129-0

**JCOPY** 〈(社) 出版者著作権管理機構 委託出版物〉

本書の無断複写は著作権法上での例外を除き禁じられています。複写される場合は、そのつど事前に、(社) 出版者著作権管理機構（電話03-5244-5088、FAX03-5244-5089、e-mail: info@jcopy.or.jp）の許諾を得てください。また、本書を代行業者等の第三者に依頼してスキャニング等の行為によりデジタル化することは、個人の家庭内の利用であっても、一切認められておりません。