



G20 シンポジウム

より良い未来のために：

人口動態変動とマクロ経済面での挑戦

(2019年1月17日 東京)

議事概要

2019年2月21日



財務省 Ministry of Finance, JAPAN

日本銀行と財務省は、本シンポジウムのオーガナイザーとして、すべての参加者に対し、示唆に富んだプレゼンテーションや議論に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。また、本稿にありうべき誤りはすべてオーガナイザーに属する。

要旨

人口動態の変動がマクロ経済に与える影響

人口高齢化が経済成長に与える影響は幅広く、プラス・マイナスの両面があること、また、その長期予測には一定の不確実性があるとの指摘があった。マイナス面としては、高齢化と生産年齢人口の減少は、総生産と資本収益率に対し、下押し圧力となるとの意見がみられた。一方、プラスの面として、より健康で生産的な高齢者の労働参加の増加や、技術革新の進展などを通じ、高齢化社会をより良いもの出来ることを、多くの参加者が強調した。プラスのメリットを享受するためには、高齢者の労働参加を促すような労働市場改革や、幅広い世代での教育機会の充実が、主要な課題となるとの意見があった。また、医療技術やロボットなどの領域における技術進歩の役割が重要であると強調する参加者もいた。人口動態の状況が各国で区々であることから、各国において異なった労働市場や貯蓄・投資の動きが生じ、その結果、経常収支にも影響を与え得るという認識が共有された。各国間の資本フローや移民などは、人口高齢化の影響を軽減する可能性があるとの考え方も示された。今後の対応として、G20 各国間でベストプラクティスを共有し、それぞれの国の状況に合った形でそれらを調整していくことが重要という点で、参加者の意見が一致した。

人口動態の変動が財政・社会保障システムに与える影響

多くの参加者は、現行の賦課方式の社会保障システムについて、高齢者への十分な保障を確保する必要性に配慮しつつ、財政の持続性と世代間の平等を維持できるよう調整する必要があると主張した。もっとも、この問題には単一の解決策は存在せず、負担と給付のバランス、退職年齢、税制などの調整が必要であることが指摘された。一部の参加者は、働くインセンティブを適切に与えるような年金システムや、高齢者向けの公的支出をファイナンスする上で、経済成長に配慮した税制（特に付加価値税など、広範な消費に対する税の拡大）を設計する重要性に言及した。また、高齢者向けの公的支出は政治的にセンシティブな問題であるため、一部の国で実施されているような自動調整メカニズムの導入が有用との指摘も聞かれた。

人口動態の変動が金融政策運営や金融システムに与える影響

人口高齢化が実質金利の下押し圧力となり得ること、また、金融政策が名目金利の下限や低インフレなどの問題に直面し得るとの主張がみられた。低水準の政策金利が長期間続く場合、中央銀行にとって、金融政策の対応余地が少ない状態が続くことを意味するとの意見があった。人口高齢化が金融部門に与える影響については、まず、低金利と人口減少のトレンドが続く場合、金融機関の収益に対して下押し圧力となるとの意見があった。次に、高齢者のニーズに対応できるよう、金融機関や監督当局は、ビジネスモデルや監督政策を調整する必要があるとの意見もみられた。さらに、人口高齢化は、年金ファンドや保険会社のプレゼンスの高まりを通じて、グローバルな金融安定性に対しても含意を持ち得るとの主張もあった。

はじめに

高齢化の課題・政策対応は、日本が議長国を務める 2019 年 G20 財務大臣・中央銀行総裁会議における主要な議題の一つである。このため、日本銀行と財務省は、G20 シンポジウム「より良い未来のために：人口動態変動とマクロ経済面での挑戦」を 2019 年 1 月 17 日に東京で開催した。本シンポジウムは、日本の議長国下での G20 のキックオフイベントの一つとして開催され、G20 財務大臣・中央銀行総裁代理会議出席者を含め、学界、政府、中央銀行、国際機関などから約 250 名が参加した。参加者は、人口動態変動の影響に関する幅広い問題について議論を行った。

冒頭、雨宮正佳(日本銀行副総裁)が、開会挨拶を行った¹。セッション I では、人口動態の変動がマクロ経済に与える影響について、4 人のパネリストがプレゼンテーションを行った。パネリストは、関根敏隆(日本銀行)、Selahattin İmrohoroglu (南カリフォルニア大学)、Vitor Gaspar (国際通貨基金)、澤田康幸(アジア開発銀行)で、モデレーターは伊藤隆敏(コロンビア大学)が務めた。セッション II では、人口動態の変動が財政・社会保障システムに与える影響について、5 人のパネリストがプレゼンテーションを行った。パネリストは、Alan Auerbach(カリフォルニア大学バークレー校)、佐藤主光(一橋大学)、Laurence Boone(経済協力開発機構)、Marco Buti(欧州委員会)、上田淳二(財務省)で、モデレーターは星岳雄(スタンフォード大学)が務めた。その後のランチセッションでは、黒田東彦(日本銀行総裁)が基調講演を行った²。セッション III では、人口動態の変動が金融政策運営や金融システムに与える影響について、4 人のパネリストがプレゼンテーションを行った。パネリストは、白塚重典(日本銀行)、Gauti Eggertsson(ブラウン大学)、Hyun Song Shin(国際決済銀行)、氷見野良三(金融庁)で、モデレーターは植田和男(共立女子大学)が務めた。最後に、麻生太郎(副総理兼財務大臣兼内閣府特命担当大臣(金融))が閉会挨拶を行った³。

セッション I：人口動態の変動がマクロ経済に与える影響

パネリストによるプレゼンテーション

関根(日本銀行)は、まず、日本は高齢化の最も進んだ国の一つであり、高齢化が潜在成長率と自然利子率を低下させてきたことを示した。しかしながら、生物学的な年齢は実年齢とは異なり、それらの間のギャップはかなり広がってきていることから、生物学的には日本はあまり高齢化していないのではないかと問題提起した。例えば、1970 年の 65 歳の死亡率をみると 2.3%であり、この値は 2016 年の 77 歳の死亡率に相当する。従って、人口動態そのものが問題なのではなく、むしろ、労働市場の制度や社会保障システムなどの制度設計が、

¹ http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2019/data/ko190117a.pdf

² http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2019/data/ko190117b.pdf

³ https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/20190117s.pdf

人口動態の変化にうまく対応できていないことが真の問題なのではないかと主張した。実年齢に基づいた労働市場や社会保障の制度設計は、名目賃金や物価の「粘着性」と同様に、経済に対して悪影響を与えうる。

İmrohoroğlu (南カリフォルニア大学)は、各国間の資本の完全移動と、人口動態の変化を仮定した、多世代重複型一般均衡モデルを用いて、世界経済の長期シミュレーションを行った結果を示した。モデルでは、世界経済を、高齢化の進行度合いの異なる3つの地域(日本<最も進んだ高齢化社会>、高所得国<中程度の高齢化社会>、低所得国<高齢化の進んでいない社会>)に分けている。シミュレーションによると、日本の経常収支は、高齢者が貯蓄を取り崩すにつれて、将来的に赤字に転じる。さらに、3つの地域での人口動態の変動、社会保障システムや全要素生産性の成長トレンドの違いは、日本への資本流入を促進するとの見通しも示された。これらの資本流入は、資本深化を通じて、高齢化による負の影響を軽減する可能性がある。このほか、**İmrohoroğlu** は、平均寿命や全要素生産性などが変わると資本フローの速度が変わることを、多くのシミュレーションによって示した。

Gaspar (国際通貨基金)は、G20 各国における、人口動態変動の見通しを示し、それが経済成長、財政、金融政策、金融セクター、国際資本フローなどに与える潜在的で多面的な影響について概観した。生産年齢人口比率の減少は、生活水準の悪化につながる可能性が高い。そして財政面でも人口高齢化からの圧力を受けることになる。金融政策は、自然利子率の低下により、名目金利の実効下限制約に直面しやすくなる。また、年金・保険ファンドの資産運用ニーズの高まりに伴い、市場ベースの金融取引の重要性が銀行を通じた金融取引に比べて高まることも考えられる。さらに、人口高齢化は、経常収支に対しても、貯蓄や投資を通じて影響を及ぼす。経常収支の規範的水準(norm)は、貯蓄の主体となる年齢階層(45~64歳)の労働者の比率が高まるほど改善する傾向がある。

澤田(アジア開発銀行)は、アジア太平洋地域における人口高齢化へ対応するうえでの、技術革新と地域経済の結びつきの強まりの役割について論じた。まず、アジアは加速的に高齢化しており、一部の国は所得水準が高まる前に高齢化が進行してしまう可能性があることを示した。そのうえで、既存の実証研究を踏まえ、高齢化が労働節約的な技術革新や技術の導入を促進する可能性があることを指摘した。具体的には、健康や長寿化、働き方や働く場所の変化、労働市場インフラの改善などに資する技術の役割について言及した。また、移民や海外直接投資などを通じた地域経済の結びつきの強まりが、高齢化への対応において、先進国と新興国の両方にとって重要であると指摘した。

参加者からの質問とコメント

伊藤 (コロンビア大学)は、パネリストに対して、(1)日本は、**İmrohoroğlu** が示した通り資本の純輸入国になるのか、それとも **Gaspar** が論じた通り資本の純輸出国となるのか、

(2) コーホート中位の高齢者の健康状態は改善を続けているが、高齢者間の健康状態のばらつきは拡大しているのではないかと、(3) 技術革新により、人口高齢化の経済への下押し圧力を相殺できるのか、という3つの質問を投げかけた。加えて、最近では貿易収支が注目されがちであるが、日本では所得収支黒字がGDPの約2%あり、その背後にある海外資産やその収益にも注意を払うべきと指摘した。**植田**（共立女子大学）は、日本の経常収支黒字は予想よりもかなり長期にわたって継続しているが、予想外の要因として、高齢化が進む中で、企業貯蓄が増え続けている点が重要と指摘した。**Lipton**（国際通貨基金）は、資本収益率が他国に比べて低いことを踏まえると、日本が資本の純輸入国になるとは考え難いと述べた。伊藤の質問（2）に関連して、**Wilkins**（カナダ銀行）は、実年齢と生物学的年齢の乖離が拡大していることの政策的な含意は何かと尋ねた。**Moseley**（グローバル・インフラストラクチャー・ハブ）は、最近の急速な技術進歩を踏まえると、人口動態の変動がマクロ経済に及ぼす将来の影響に関する不確実性が、全般的に高まっているのではないかと指摘した。**Maaït**（エジプト財務省）は、人口高齢化のマクロ経済に対する影響を考える上では、年金制度や貯蓄行動など様々な要因を考慮する必要があると指摘した。**Hadiyant**（インドネシア財務省）は、人口高齢化への対応について、日本から学べることは多くあると述べた。

パネリストの回答

İmrohoroğlu は、将来日本が資本の純輸入国になるのは、他国で日本以上の速さで高齢化が進展すると仮定していることが一因と説明した。また、企業貯蓄は現在のモデルでは考慮されておらず、将来の分析課題であると述べた。**Gaspar** は、日本の経常収支に関して、自身は短期の見通しに焦点を当てて説明した一方、**İmrohoroğlu** が示したのは数十年後の遠い将来の見通しであるため、両者の間に矛盾はないと述べた。さらに、高齢化のマクロ経済への影響について考える際には、社会保障制度も考慮に入れることが重要であると強調した。**関根**は、伊藤の質問（2）と**Wilkins**の質問に関して、個々の高齢者間の健康状態のばらつきの拡大は、非常に重要な問題であることに同意した。さらに、高齢者の収入や資産の格差も、健康状態のばらつきと密接に関係している可能性があるとして述べた。また、**Wilkins**の質問に関して、関根は、G20財務大臣・中央銀行総裁代理会議の出席者に対して、こうした議論が行われることを望むと述べた。伊藤の質問（3）に関して、**澤田**は、人口高齢化は、生産性に対してプラス・マイナス両方向に、様々なチャンネルを通じて影響を与えると説明した。高齢化による認知能力などの衰えは生産性にマイナスの影響がある一方、能力の低下を補うためにロボットのような新たな技術を導入することは生産性にプラスに働く。また、高齢化と資本移動の関係について考える上で、海外直接投資とその他の資本移動を分けて考えることが重要と指摘した。

セッションⅡ：人口動態の変動が財政・社会保障システムに与える影響

パネリストによるプレゼンテーション

Auerbach（カリフォルニア大学バークレー校）は、財政上バランスのとれた社会保障システムを実現するための、主な要件や課題について概観した。多くの国で老年従属人口比率が高まる中、社会保障システムを維持するためには、(1)負担額と支給額の見直し、(2)移民、(3)積立方式への移行、(4)退職年齢の引上げ、(5)公的制度の民間への移管、といった解決策が考えられると述べた。もっとも、こうした解決策にはいずれも一長一短があり、根本的な問題を解決する上で十分効果的とは言えない。以上を指摘したうえで、**Auerbach**は、高齢者が働くインセンティブを改善することや、政府が高齢者の働き続ける意志を阻害しないような制度設計を行うことが重要であることを強調した。最後に、社会保障給付と税金の総合的な見直しや透明性の向上などを含めた、社会保障制度の合理化が必要と主張した。

佐藤（一橋大学）は、日本の社会保障制度の枠組みについて説明した。日本の社会保障制度は事実上賦課方式であり、人口動態の変動の影響を受けやすい。また、労働者にとっては、社会保障負担は実質的に所得税のようなものであり、労働参加への意欲を阻害し得るものとなっている。さらに、雇用主は正規社員の社会保険料を負担しなければならないため、正規社員の代わりに非正規社員を採用するインセンティブを持っている。これに対し、付加価値税ないし消費税は、生産活動を歪めるものではないので、社会保障制度の財源として、経済成長に比較的配慮した手段である。さらに、付加価値税は生涯収入への課税と同等の効果を持つので、世代間の平等にも資する可能性がある。最後に、佐藤は、デジタル化やシェアエコノミーへの対応といった、付加価値税の課題についても言及した。

Boone（経済協力開発機構）は、G20 各国において進行する高齢化のコストとして、生活水準、公的年金・医療費用、高齢者の貧困リスクなどに対する負の影響について概観した。その上で、高齢化社会において財政の持続性を確保しつつ包摂性を促進するためには、定年退職、柔軟性に欠ける就労形態、年功賃金といった、高齢者雇用に障害となる要素に対処するような改革が重要であると主張した。また、高齢者の能力開発を促進すること、退職年齢を平均寿命と連動させることで、高齢者の労働参加率を高めることができると述べた。最後に、年金・社会保障改革は、財政の持続性確保と十分なカバレッジでの保障の提供という難しい課題に対応しなければならない点を改めて強調した。

Buti（欧州委員会）は、今後 G20 において人口高齢化を議論する上で重要な 5 つの点を指摘した。第 1 に、人口高齢化がグローバルな課題であるというだけでは G20 で議論するには不十分であり、グローバル・インバランスや資本フロー、経済成長への影響といった点で大きな外部性を持つことが、G20 で議論するに値する問題であることを強く正当化する。第 2

に、持続的な低金利を前提とすると、債務縮小により財政政策の余地を拡大するよりも、財政悪化の根源となる問題の解決に向けた改革を行う方が、望ましい政策対応である。第3に、改革の成果として、欧州では高齢者の労働参加率が大きく上昇しており、こうした改革の揺り戻しが起きないかどうかということが目下の最大の懸念である。第4に、年金改革は政治的に困難であり、退職年齢を平均寿命と連動させる場合には、一気に改革を実行しようとするのではなく、少しずつ調整する方が良いだろう。なお、十分な年金を確保するためには、退職年齢を給付率で調整するよりも、平均寿命に連動させる方が良いだろう。最後に、医学の発展と医療技術の進歩につれて、人口高齢化の医療費への影響の予測が容易ではなくなってくる。Butiは、これら全ての点において、G20の場で各国のベストプラクティスを学ぶ余地は大きいと主張した。

上田（財務省）は、日本の年金・医療制度改革において、人口動態の変動に対してどのように調整されてきたかを説明した。その上で、持続的な年金・医療制度を構築する上で、日本の経験から得られた3つの教訓を挙げた。第1に、給付額の変更には常に見直しを延期するインセンティブや政治的なリスクがあるため、予め柔軟で自動的な調整機能を組み入れておくことが重要である。第2に、地方政府のような、財政に責任を負う機関の関与が、医療サービスの需給を適切かつ効率的に管理する上で重要である。第3に、人口動態の変動には不確実性を伴うので、楽観的な仮定や予測に基づくコミットメントを避けることが重要である。

参加者からの質問とコメント

星（スタンフォード大学）は、Butiに対して、人口高齢化への対応に外部性が存在することを踏まえ、各国間でどのような政策協調が可能かを尋ねた。**政井**（日本銀行）は、Auerbachに対し、長寿化が進展する中で生涯収入のばらつきが拡大していることに対し、どのように制度的枠組みを修正することができるかについて詳細な説明を求めた。**Charassangsomboon**（タイ財務省）は、退職年齢の引上げが労働者の抵抗を引き起こすのではないかと質問した。**Maait**（エジプト財務省）は、賦課方式の社会保障制度については、人口高齢化が進んでいない国においても財政面での問題が生じていることを踏まえ、社会保障の費用を人口動態の変動による部分とその他の部分に分けて考えることが必要ではないかと指摘した。

パネリストの回答

Buti は、星の質問に対して、各国がベストプラクティスを共有し学びあうような国際協調が有益であると答えた。また、外部性は主に構造要因によるもので、特にグローバル・インバランスに関係した要因であると述べた。例えば、経常黒字国の政府が年金制度の改革を行い、財政の持続性を確保するために賦課方式から積立方式に移行すると、貯蓄がさらに増加し、グローバル・インバランスの悪化につながる可能性が考えられる。**Auerbach** は、政井の質問に対し、生涯収入の格差拡大への対処として、既にいくつかの国では、年金支給率

を個々の受給者の現役時代の収入に応じて調整する措置が導入されていることに言及した。また、確定給付年金について、財政持続性のリスクの影響を受けやすいものの、世代内・世代間でのリスク・シェアリングができるという利点もあるので、確定拠出年金と適切に組み合わせることが重要と主張した。**Boone** は、Charassangsomboon からの質問に関して、退職年齢を円滑に引き上げるためのポイントとして、(1)平均寿命の長寿化に応じて年金支給開始年齢が自動的に調整されるようなメカニズムを事前に設計しておくこと、(2)高齢者が働き続けるインセンティブや教育機会を提供すること、(3)若い世代が将来設計できるよう、制度変更にあたって十分な移行期間を設けること、を挙げた。加えて、現在の若い世代の所得・資産の格差が顕著に拡大し、将来彼らが高齢になった時に貧困に陥るリスクが高まっており、高齢者の貧困が非常に重要な問題になり得るという点も指摘した。**上田**は、年金支給開始年齢の引上げについては、若い労働者が十分に前もって準備できるよう、予測可能な形で実施することが必要と主張した。また、人々が必要な情報を入手できるよう、年金システムの透明性を確保することも重要であると述べた。**佐藤**は、健康寿命の延伸を踏まえ、高齢者がより長く働き続けることを促進するシステムに変えていくことが重要で、政府は働き続ける高齢者を不利に扱わないようにすべきと述べた。さらに、高齢者の働き続けるインセンティブを確保するために、年金給付と税制の間の調整も重要と指摘した。

セッションⅢ：人口動態の変動が金融政策運営や金融システムに与える影響

パネリストによるプレゼンテーション

白塚（日本銀行）は、人口動態が変動する中での金融政策の枠組みの新常態（new normal）について論じた。人口高齢化が自然利子率に対する持続的な下押し圧力となる中、政策金利の引き下げ余地は小さくなり、将来の緩和効果の前借りであるフォワードガイダンスの有効性も低下する。負のショックが発生した場合、中央銀行は大規模な資産買入れなどの非伝統的金融政策を行うことができるが、既に保有資産が高水準であることと、金融不均衡の過剰な蓄積を回避する必要があることに留意しなければならない。こうした事情を踏まえ、白塚は、長期のインフレ予想を目標水準にアンカーするとともに、長期的な視点で物価安定の持続性を評価することが重要と主張した。このような金融政策の枠組みにおいては、「統計上の物価（特定時点の特定の物価指標によって計測される物価）の安定」と、「持続的な物価（中長期の持続的成長と整合的な物価）の安定」のバランスをとることが重要となると述べた。

Eggertsson（ブラウン大学）は、人口動態が変動する中での金融政策について、3つの課題を取り上げた。第1に、高齢化の金利への影響について、米国のデータを用いた実証分析をもとに、高齢化により実質金利は永続的にマイナスになりえるため、名目金利はゼロ制約に直面する頻度が高まると主張した。第2に、高齢化の一人当たり GDP への影響について、労働供給の減少は、資本深化を通じて生活水準（一人当たり GDP）の向上につながる可能性

もあるが、ゼロ金利制約下ではこのメカニズムが働かないことを示した。第3に、ゼロ金利制約と長期停滞の下での金融政策と財政政策について見解を示した。まず、金融政策については、十分高めのインフレ目標の設定は効果的となる可能性がある」と述べた。一方、財政拡張は財政の持続性を危うくする可能性があり、マイナス金利政策は金融機関の収益性を低下させる可能性があるため、いずれも効果を発揮しないかもしれないと主張した。

Shin（国際決済銀行）は、国際証券投資の通貨構成に着目し、高齢化のグローバルな金融安定性への含意について論じた。新興国は自国通貨建ての債券を国際投資家に対して発行できるようになりつつあるが、債券のイールドと為替レートの共変動により、ドル建てでみたデュレーション・リスクは高まっていることから、彼らは引き続き国際投資家のリスク選好の変動の影響を受けている。この間、人口高齢化の結果として、年金基金や保険会社のバランスシートが拡張している。彼らは、時として高リターンの外貨資産を保有するが、基本的には自国通貨建ての資産にマッチした自国通貨建ての保険契約のような負債を負っている。**Shin** は、人口高齢化により、自国通貨建ての債務に対する国内の投資家層が拡大し、為替のミスマッチが軽減される可能性もあることを、韓国の例を引き合いに出しながら指摘した。

氷見野（金融庁）は、金融セクターには、人口高齢化によるリスクもあるが、高齢者の課題の解決に寄与するという新たな役割を担うことで、リスクをチャンスに変えうるのではないかと主張した。金融セクターが提供するソリューションに期待される特性として、(1) 個々の高齢者の多様なニーズにカスタマイズされた金融サービス、(2) 銀行部門、資産運用部門、保険部門、医療や介護などの分野を越えた横断的なサービス、(3) 金融サービスや商品が顧客の人生設計上持つ意味が理解しやすいようなシミュレーション・透明性の高さ、が挙げられるのではないかと提案した。また、氷見野は、65歳以上の人々の多様化が進んでいることや、経済における役割の重要性が高まっていることを挙げながら、65歳以上の人々を経済分析上で一つの集団として扱うことについて、疑問を投げかけた。

参加者からの質問とコメント

植田（共立女子大学）は、Eggertsson に対して、人口高齢化に伴う長期停滞の下で、ゼロ金利制約に頻繁かつ持続的に直面する中であっても、非伝統的金融政策は有効であるかどうかを尋ねた。**Shin** は、Eggertsson が示した人口高齢化と一人当たり GDP の関係について、より長期的にも成立するかと質問した。**Waluyo**（インドネシア銀行）は、物価の安定と金融の安定を目指すうえで対立が生じる可能性や、金融政策の余地が限られている中でのマクロブロードデンス政策の役割について尋ねた。**Ellis**（オーストラリア準備銀行）は、氷見野のプレゼンテーションに関連して、高齢者比率の上昇は、健康寿命の延伸と出生率の低下の両者が要因であるとの認識を示した上で、両者の含意について質問した。**Saggar**（インド準備銀行）は、人口高齢化が、潜在成長率の低下を通じて金利や物価の低下圧力になる可能性があるが、一方で、財政状況の悪化を通じて金利や物価の上昇圧力にもなるため、金融政策や物価に与える影響は必ずしも明確ではないのではないかと指摘した。

パネリストの回答

Eggertsson は、植田の質問に対し、フォワードガイダンスのような非伝統的金融政策は、金融危機の際には効果があったが、長期停滞の下では有効でないかもしれないと答えた。一方、高めのインフレ目標の設定は、長期停滞の下でも有効かもしれず、これまでどの中央銀行も試していないのは驚くべきことであると主張した。また、日本銀行が2%のインフレ目標を設定した際には、自然利子率がマイナス2%を下回っていたことを踏まえると、十分高い水準ではないと思ったと述べた。続けて、**Shin** の質問について、**Eggertsson** は、高齢化と一人当たり GDP の長期的な関係についてはまだ調べていないと答えた。**白塚** は、**Waluyo** からの質問に対し、物価の安定と金融の安定は短期的には対立する可能性があるが、長期的には両立するものであると答えた。また、**Eggertsson** のインフレ目標に関する主張については、目標引上げの実現可能性について懐疑的であると述べた。日本では、インフレ予想を2%の目標にリ・アンカーできておらず、まずは現在の目標を達成することで、政策への信頼を得ることが必要と主張した。**氷見野** は、**Ellis** の質問に対し、健康寿命と実際の寿命の間のギャップの期間はこれまでのところ縮小していないとして、寿命の延びに伴い寿命のなかでギャップの期間の占める割合は低下しているものの、ギャップの期間に属する人口は増加している、と説明した。多くの人々にとって、このギャップの期間に必要な資金をどう確保するかが心配事となっており、こうした不安から国全体がリスク回避的になってしまうのを避ける上で、金融セクターには重要な役割がある、と主張した。このように論じたうえで、**氷見野** は、関根が推計したように、高齢者の働く期間の長期化を考慮に入れた実質の従属人口比率の上昇スピードは、実際の年齢で算出した名目の従属人口比率よりも遅いはずである、と指摘した。