



BOJ *Reports & Research Papers*

2012年3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4回共催コンファレンス：
「日本の物価変動とその背景：1990年代以降の経験を中心に」の様

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4回共催コンファレンス：
「日本の物価変動とその背景：1990年代以降の経験を中心に」の模様*

【要約】

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、2011年11月24日、日本銀行本店にて、「日本の物価変動とその背景：1990年代以降の経験を中心に」と題するコンファレンスを共同開催した。本稿はその模様を取りまとめたものである（プログラムは、別添1を参照）。

2005年に開催した第1回の「1990年代以降の経済変動」と2007年に開催した第2回の「90年代の長期低迷は我々に何をもたらしたか」では、資産バブル崩壊後におけるわが国経済の長期低迷に焦点を当て、それぞれその背景と帰結について議論した。そして、2009年に開催した第3回の「2000年代のわが国生産性動向一計測・背景・含意一」では、2000年代入り後の生産性の動向を題材に、わが国が第1回や第2回の共催コンファレンスで取り上げた長期低迷から抜け出したかどうかという点や、中長期的にマクロ生産性を引き上げるための課題は何かという点を中心に議論した。第4回である今回は、物価面に焦点を当て、「日本の物価変動とその背景：1990年代以降の経験を中心に」と題して、1990年代以降における物価の弱さの背景について、多面的に議論を行った。

コンファレンスでは計5本の論文が報告され、それぞれ活発な議論や質疑応答が行われたほか、全体の総括討議も行われた。以下はその要旨である。

- (1) 1990年代以降における物価の弱さの背景を議論する際には、次の3つの論点が重要であるとの認識を共有した。すなわち、第一には、予想インフレ率は低下したのか、低下したとすればどの程度かという点である。これには、予想インフレ率の動きの背景は何かという点も付随する。第二には、何故、需給ギャップが長期間に亘ってマイナスの領域にあったのかという点である。第三には、その他の要因として、例えば、為替動向やグローバル化の進展、規制緩和の影響

*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。

響などをどのように考えるかという点である。

- (2) 第一の論点である予想インフレ率の動向に関しては、どの程度まで低下したのかについては依拠する指標などにより評価が分かれたが、資産バブル期と比べると低下しているという点については認識が一致した。この背景としては、1990年代の資産バブル崩壊から金融危機が深刻化していく過程において、家計や企業が、経済・物価の低迷が長期化することを認識するようになったことを挙げる声が多かった。また、1990年代当時は、わが国と主要先進国の間で大幅な内外価格差が存在したことを背景に、「わが国の消費者物価はもっと低下すべき」との物価観が官民ともに支配的であったとの指摘も聞かれた。これらに加え、1990年代当時の日本銀行による望ましい物価上昇率に関する情報発信が、必ずしも強力なものではなかったとの見方も示された。もっとも、2000年頃からは、日本銀行による望ましい物価上昇率に関する情報発信面での工夫を含む、様々な経済政策が奏功して、概ね安定的に推移してきたとの評価も聞かれた。
- (3) 第二の論点である需給ギャップの弱さの背景に関しては、1990年代初頭の資産バブル崩壊から、近年のリーマンショックや東日本大震災に至るまで、わが国経済が、断続的に大きな負の需要ショックに見舞われてきたことを挙げる声が多かった。また、こうした声のほとんどが、負の需要ショックが持続的に経済を下押しするメカニズムが存在したことを指摘した。とくに、資産バブル崩壊に伴い発生したバランスシート調整が、経済・物価の重石となったことを強調する見方が多かった。また、近年は人口動態の変化が、家計や企業の成長期待を委縮させているとの声も聞かれた。これらに加え、名目金利がゼロ金利制約に直面していたことが需給ギャップを下押しした点を指摘する声が多かったが、こうした制約の深刻さについては評価が分かれた。
- (4) 第三の論点であるその他の要因に関しては、新興国の成長がわが国企業の競争状況に影響を与え、無視しえない物価下落圧力をもたらしてきたことを指摘する声が多くに多かった。為替相場の影響については、名目為替のトレンド的な増価が物価下落圧力をもたらしたことを指摘する声が聞かれた。また、規制緩和などに伴い、内外価格差が縮小したことを指摘する声も聞かれた。

2001年に「物価に関する研究会」を日本銀行が開催して以来、多くの学術的発展がみられた。今コンファレンスでは、こうした学術的発展を踏まえ、新たな知見を得ることができたが、なお解明すべき点は多い。今後、さらに一層の研究が進むことが望まれる。

【各セッションの様相】

以下では、プログラムに沿って、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、武藤により進められた。

1. 開会の辞

調査統計局長の前田は、前回共催コンファレンスを開催した2年前の2009年11月は、リーマンショック後の回復過程にある中で、ちょうど月例経済報告において2001年3月以来2回目の「デフレ宣言」が行われた時期であったと振り返った。その上で、その後の2年間において、東日本大震災に見舞われるなど、わが国経済が歩んできた道のりは平坦なものではなかったが、マクロ的な需給バランスの緩やかな改善傾向は維持されてきた結果、消費者物価前年比の下落幅が、最近ようやくゼロ%近傍まで戻ってきていることに言及した。

さらに、わが国では、こうした緩やかな物価下落が、1990年代後半以降断続的に発生しており、その背景について、事実の正確な観察と経済理論の適切な援用に基づいて知見を深めることの意義は非常に大きいという認識を示した。その上で、物価変動の背景を巡る様々な論点について、自由かつ柔軟な発想を持って活発に議論し、見識を深めるという本コンファレンスの問題意識を提示するとともに、座長や発表者、討論者の方々のみならず、フロア参加者も含め幅広い視点からの意見を期待する、と述べた。

2. 導入セッション

「日本の物価変動の背景：事実と論点の整理」西崎健司（日本銀行）

報告者の西崎は、本コンファレンスのテーマである1990年代以降におけるわが国の物価変動の背景について、基本的な事実を確認するとともに、誘導型のフィリップス曲線の枠組みを用いて主要な論点を整理した。まず、1990年代以降の物価動向について概観し、1990年代には、1980年代迄と比べて原油価格が上昇テンポを速めていること、円ドル相場は円高方向の動きが緩やかになっていることなどを踏

まえると、1990年代における物価の弱さが際立ったものであることを指摘した。次に、こうしたインフレ率の動向は、伝統的な誘導型フィリップス曲線の議論に基づけば、①予想インフレ率の変動、②需給ギャップの変動、③その他の要因の変動、の3つの要因により説明可能であるとの整理を示し、これに沿って本コンファレンスに提出された4本の論文を中心に関連研究における議論を整理した。その上で、本コンファレンスを含む今後のリサーチを通じて、理解が一層深まることが期待される論点として、次の3点を示した。すなわち、第1の論点は、予想インフレ率は低下したのか、低下したとすればどの程度かという点。これには、予想インフレ率の動きの背景は何かという点も付随する。第2の論点は、何故、需給ギャップが長期間に亘ってマイナスの領域にあったのかという点。第3の論点は、その他の要因として、為替動向やグローバル化の進展、規制緩和の影響などをどのように考えるかという点。ただし、この最後の論点には、本報告で取り上げていない要因のうち、何か重要なものがあるかという点も含まれる、と付言した。

3. 第1セッション 座長：宮尾龍蔵（日本銀行）

「ゼロ金利下の長期デフレ」渡辺努（東京大学）

報告者の渡辺は、わが国では1990年代後半以降、政策金利がゼロになる一方、物価上昇率もゼロ近傍となっている「2つのゼロ」現象が、この時期における日本経済の貨幣的側面を特徴づけるものであるとの問題意識から、その背景について、自らの研究を含む関連研究による成果を概説した。まず、「2つのゼロ」現象の背景として先行研究において挙げられている代表的な考え方として、自然利子率（貯蓄投資を均衡させる実質利子率）が負の水準へと下落したことを契機として発生したという見方（負の自然利子率説）、企業や家計が何らかの理由により強いデフレ予想を持つようになり、それが起点となって自己実現的なデフレ均衡に陥ったという見方（デフレ予想説）、企業や家計の強い円高予想が起点となって自己実現的なデフレ均衡に陥ったという見方（円高予想説）の3つの見方を紹介した。その上で、①わが国の自然利子率は、先行研究によれば1990年代後半以降かなり低い水準にあり、マイナスに落ち込んだ時期もあったこと、②物価下落を予想する家計は、報告者が独自に行ったアンケート調査結果などによれば少数派であることを示し、「2つのゼロ」現象の原因としては、負の自然利子率説が有力であるとの見方を示した。ただし、第3の見方である円高予想説については、持続的な円高予想が存在し、これが事実上ゼロ金利を強いるものとなった可能性も否定できない、と評価した。

討論者の有賀は、「2つのゼロ」現象と実体面での経済の停滞が抜き差しならぬ関

係にあることを示唆する興味深い論文であると評価した。その上で、「2つのゼロ」現象は、少なくとも過去 20 年以上に亘る長期の停滞現象であるため、負の自然利子率に単一の原因を求めるのは無理があると指摘し、長期成長力・技術進歩率の低下や、企業の国際競争力低下等の、この間に生じた実体面の変化を反映した、賃金・価格におけるレント部分の剥落なども影響している可能性があるのではないかとの見方を示した。

フロアからは、まず、負の自然利子率の含意についてコメントが続いた。伊藤は、自然利子率が負であることは何らかの理由により資本が過剰に蓄積されていることを意味しているため、これが正しければ過剰資本が解消されるまでデフレの克服も困難となると述べた。また、河合と植田は、自然利子率は閉鎖経済の下で考えれば国内の貯蓄と投資が均衡するように決定されるが、開放経済の世界においては世界全体の貯蓄と投資が均衡する水準に世界（自然）利子率が決まると考えられ、その利子率の下では、国内の貯蓄と投資が均衡するとは限らず、したがって、自然利子率が負となることを強調することには疑問が残る、と指摘した。渡辺は、これらのコメントは妥当であるとした上で、過剰貯蓄・過剰資本が発生し、それが調整される具体的なメカニズムについては、エガートソンとクルーグマンによる最近の研究をはじめ、学界においてもなお研究途上であると応じた。

また、報告者が行った家計のインフレ予想に関するアンケート調査の内容についてもコメントが聞かれた。須田と粕谷は、アンケート調査のいくつかの設問において、価格でなく数量の情報を含む支出額を答えてしまう内容になっている点を指摘した。これに対して渡辺は、予備アンケートの際に、価格を答える設問にしたところ、回答者が設問の意味を十分把握できないことが判明し、現状の設問となっているという事情を説明した。

さらに、アンケート結果の解釈を巡り発言が相次いだ。まず、岩本は、家計は経済予測の職業的訓練を受けていないことを踏まえると、物価予想に関して家計が実際に何を予測しているか意識して解釈する必要があると述べた。この点と関連して、伊藤は、回答者が物価指数における品質調整の概念を把握しているとは考え難いため、アンケート結果の内容は、品質調整前の物価に対応するとコメントした。また、植田は、物価の上昇と賃金の下落が同時に予想されている点を踏まえると、回答者は自身に不利になるような現象にバイアスを持った可能性があるとして述べた。竹田と齋藤は、アンケート結果が回答者の属性に大きく依存する可能性について言及した。最後に、座長である宮尾は、アンケートから得られたインフレ予想の動向を、フォワードルッキング・モデルの枠組みで捉え、①トレンド・インフレ率に関する期待と②需給ギャップに関する期待という観点から解釈すれば、より魅力的な研究となるとの感想を述べた。

「日本の構造問題と物価変動」 福永一郎・齋藤雅士（日本銀行）

報告者の福永は、わが国の長期デフレと構造問題（グローバル化や少子高齢化などの環境変化に対する調整の遅れと定義）との関係に焦点を当て、ニュー・ケインジアン理論に基づき概念を整理するとともに、マクロモデルを用いた実証分析について報告した。日本銀行調査統計局において開発している中規模 DSGE モデル（M-JEM）を用いた実証分析では、①1990年代以降、永続的な負の技術ショックによる潜在成長率の低下とともに、民間主体の成長期待が下押しされ、GDP ギャップが悪化し、インフレ率の低下に繋がったこと、②需要構造のシフトなどを捉える相対需要ショックや、グローバル競争の激化などを捉えたマークアップ・ショックが、1990年代後半以降のインフレ率の低下に大きく寄与したこと、③トレンド・インフレ率が低下したことも1990年代後半以降のインフレ率の低下に大きく寄与したが、これが中央銀行の目標インフレ率の低下を反映したものか、民間主体による中長期的なインフレ予想の低下を反映したものか明らかでないこと、④金融政策ショックについては、長期デフレにほとんど寄与していないこと、などが示された。その上で、こうした一連のファインディングを踏まえると、分析に使用したモデルに精緻化の余地が残るものの、構造問題に関わる要因が1990年代以降のインフレ率の低下に相応に寄与してきた可能性が高いと結論付けた。

討論者の岩本は、構造問題とデフレの関係について、標準的なニュー・ケインジアン枠組みでアプローチすることの意義は大きいと述べた。すなわち、こうした構造モデルを使うことによって、誘導型のモデルでは曖昧になるメカニズムを識別することができる。この点、本論文は一定の成果を納めてはいるが、構造問題の定式化等で、なおモデル上作り込みの余地はあるとコメントした。また、①潜在成長率の低下が GDP ギャップを拡大させるメカニズムや②予期せざるデフレが持続するメカニズムをより明確にすべきであること、③ゼロ金利時のデータを用いて自然利子率の低迷である流動性の罫とトレンド・インフレ率の低迷であるデフレの罫を識別することは困難なことにも言及した。

フロアからは、まず金融政策ルールの定式化についてコメントが相次いだ。まず、伊藤と本多は、報告の中で量的緩和政策について全く言及がない点について違和感があると述べた。この点との関連で伊藤は、（時間軸も含めた広義の）量的緩和政策は、金融システムの安定化に寄与しただけでなく、長期金利の形成にも影響を与えたとの認識を示した上で、こうした効果を分析に織り込むべきとコメントした。報告者の齋藤は、これらのコメントは妥当とした上で、例えば金利の期間構造を導入するなど、モデルの拡張の余地は大きいと応えた。

さらに、本報告で主題としなかった諸要因の評価についても、議論となった。本多は、(第2セッションで取り上げられる予定の)新興国の台頭や金融機関の問題は、報告の主題ではないとは言え重要な要因であり、分析に使用したモデルにおいてこれらがどのように表れるか説明が不足していると述べた。この点と関連して、福田は、均衡マークアップ率が重要であるという結論には賛意を示す一方で、分析に使用したモデルでは、金融機関の問題など単純化のために捨象した問題をマークアップ・ショックとして捉えている結果、その寄与が過大となっているのではないかと指摘した。これらの発言に対し、齋藤は、新興国の台頭については、マークアップ・ショックの中に入ってくる部分が大きい一方、金融機関の問題については、バランスシート調整下で成長率が低下する現象とも整理できるので、技術ショックで捕捉されている部分もあると応答した。

最後に、植田は、永続的な潜在成長率の低下がデフレに繋がるという論点に言及し、現実経済では、潜在成長率の低下が永続的なものか、一時的なものか識別できないことが問題であり、そうした下では仮に永続的な潜在成長率の低下があっても、需要の低下は即座には発生しない可能性があるかと指摘した。

4. 第2セッション 座長：本多佑三（関西大学）

「新興国における供給ショックの国際波及 - 3カ国 DSGE モデルによる分析 -」

河合正弘（アジア開発銀行研究所）・平形尚久（日本銀行）

報告者の河合・平形は、中国に代表される新興国における正の供給ショックが、先進国とりわけわが国のインフレ率を低下させる可能性を実証と理論の両面から検証した分析を報告した。まず、実証面に関しては、欧米での先行研究において、新興国の供給ショックによる新興国からの輸入比率の上昇が、米欧のインフレ率を引き下げる傾向を有するとの結論が得られていることを取り上げ、これをわが国のデータを用いて検証した。その結果、わが国でも新興国における正の供給ショックが有意にインフレ率を引き下げたこと、こうした影響はわが国で欧米よりも大きかったことが示された。こうしたファインディングを踏まえ、理論面では、ニュー・ケインジアンモデルに、日・米・中の3国を想定した垂直分業を取り込んだ DSGE モデルを構築し、中国における正の供給ショックの国際波及メカニズムについて考察した。その結果、米中間よりも日中間の方が垂直分業が深化しているという貿易構造の相違や3か国間での為替制度の非対称性の存在を考慮すると、中国における供給能力の増大という正の供給ショックは、米国よりもわが国の方に為替増価（円

高)とこれに伴うデフレ圧力をもたらし易いことが示された。その上で、1990年代以降のわが国の経験を振り返り、極めて緩和的な金融政策が継続的に採られてきたにも拘わらず、円高基調が継続し、緩やかながらしぶといデフレが続いていることは、わが国の貿易構造や国際的な為替制度に起因する円高圧力・デフレ圧力が相応に大きいことを裏付けていると結論付けた。

討論者の松林は、報告論文について精緻な開放一般均衡体系の下で明確な視点に基づいて考察された、完成度の高い論文として高く評価した。とくに、貿易構造や為替制度の特徴を明示的に織り込んだことにより、①中国のプラスの供給ショックはとくにわが国においてデフレ圧力を生じやすいこと、②中国の為替相場がより柔軟になればこうしたデフレ圧力が緩和する可能性があること、の2つの大きな含意を得ることに成功していると指摘した。その上で、より掘り下げていくべき論点として、非貿易財価格が大きく下落した背景、物価下落の厚生的な評価、貿易構造や輸入比率が類似している欧州との比較、の3点を挙げた。これに対し、河合は、非貿易財価格が大きく下落した背景については、モデルが織り込んでいない例えば規制緩和などの要因が存在する可能性が高いと述べた。また、物価下落の厚生的な評価に関しては、シミュレーションにおける実質 GDP の変動が必ずしも大きくないため、評価し難いと応えた。さらに欧州との比較については、財レベルで見れば日欧の貿易構造が必ずしも似ていない可能性に言及した。

フロアからは、今後のモデルの拡張可能性を中心に発言が続いた。西村は、現在モデルに含まれていない労働供給の弾性値の非対称性を導入すれば、労働市場の構造を記述できるため、現実説明力が大きく増すのではないかと提案した。さらに、またより本質的な問題として、モデルにおいて所与とされる貿易構造の相違は、本来企業行動により内生的に決定されるべきものであると指摘した。また、有賀は、アメリカにおいてインドとソフト開発の面で分業が進んでいることを挙げ、こうした非製造業における分業を含めた上で新興国と先進国というストラクチャーにモデルを書き直すと、垂直分業や水平分業について異なった特徴が浮かび上がるのではないかと述べた。

また、福田は、一般に中国の台頭は1990年代の終わりとされているが、同時期には必ずしも円高が進んでおらず、モデルが予測する姿とは時間的なズレを感じるコメントした。

「銀行の資産選択と物価変動」青木浩介（東京大学）・須藤直（日本銀行）

報告者の青木は、銀行の資産選択行動に焦点を当て、「失われた10年」以降のわが国経済環境の変化が、銀行の国債保有へのシフトを通じて物価変動に与えた影響

に関する分析を報告した。まず、銀行の資産選択行動を記述するため、標準的なニュー・ケインジアンモデルに、銀行を明示的に導入した DSGE モデルを構築した。ここで、銀行は、保有資産について最大損失が発生した場合においても債務不履行にならないという制約（Value at Risk 制約）の下で、自己の収益を最大化するように企業貸出と国債の資産選択を行うと想定される。そうした下では、①銀行の保有資産に対する規制の強化、②マクロ経済の全要素生産性の低下、③銀行の自己資本の毀損、④企業貸出の下方リスクの高まりといった経済環境の変化は、全て銀行の資産構成を企業貸出から国債の購入へ傾斜させ、金融面から生産を下押しすることを通じて、経済にデフレ圧力をもたらすことが示された。さらに、ベイズ推計により定量的評価を行い、1990年代後半以降、銀行の自己資本に対するショックと生産性に対するショックが、物価の主たる下押し要因となってきたことが確認された。こうしたファイナディングを踏まえ、バブル崩壊に伴う銀行資本の毀損や生産性の低下など、わが国経済が 1990 年代以降直面した大きな環境変化に対して、銀行が国債への選好を強めたことが、国債残高の積み上がりにも拘わらずデフレが発生した原因の一つとなったと結論付けた。

討論者の竹田は、「銀行の資産選択を含むマクロモデル」によりわが国経済の構造的分析を行った、野心的かつ精緻な分析と報告論文を高く評価した。その上で、銀行資産に占める国債の割合は 1990 年代末以降に急激に上昇した一方、貸出の割合は 1990 年代初頭のバブル崩壊以降一貫して低下していることを指摘し、国債保有への傾斜以外の重要なメカニズムも存在しているのではないかと疑問を呈した。また、1990 年代以降のわが国では、政策金利がほぼゼロの状態が続く中で政府債務残高が膨張しており、財政政策が能動的、金融政策が受動的に動くいわゆる「非リカーディアン」のレジームに入った可能性があるとして述べ、こうしたレジーム・スイッチの可能性をベイズ推定において考慮できれば、分析の一層の発展が展望できると述べた。これに対して青木は、まず貸出比率の趨勢的低下については、企業のバランスシート毀損や総需要の低迷など銀行の資産選択行動以外の要因も大きく影響しているとの見方を示した。また、政策反応のレジーム・スイッチの可能性については、今後の課題とした。

フロアからは、まず Value at Risk 制約についてのコメントが相次いだ。渡辺は、Value at Risk 制約の定式化について言及し、銀行の資産選択行動をより適切に記述するためには、資産間の収益率の相関を導入する必要があると述べた。また、神津は、金融機関のバランスシートが毀損した下では、銀行のリスクテイク能力が制約となる点を認めた上で、より長い目で経済のスイングをならず上では、むしろ金融機関が自己資本以上のリスクを抱える点が問題であり、報告のインプリケーションを規制設計に応用する際には、そうした観点からの議論も必要であると指摘した。

また、貸出の減少が需要側によるものか供給側によるものかという点についても議論があった。伊藤は、わが国における貸出の減少は、銀行側が融資を渋るクレジット・クランチよりも、むしろ企業が貸出を積極的に返済するようになった側面が強いのではないかという見方を示した。この点に関して、地主は、生産性ショックの影響が大きいという事実が、伊藤が指摘した企業による資金需要の減少が大きいことに対応していると述べ、本論文は貸出減少が需要と供給のどちらの要因によるものかという古くからの議論に一つの答えを出していると評価した。

5. 総括討議

モデレーター：西村清彦（日本銀行）

パネリスト：伊藤隆敏（東京大学）、地主敏樹（神戸大学）、
福田慎一（東京大学）、前田栄治（日本銀行）

総括討議では、パネリスト（伊藤、地主、福田、前田）によるプレゼンテーションの後、ディスカッションが行われた。パネリストによるプレゼンテーションに際して、モデレーターである西村は、導入報告で提示された物価変動の背景を巡る3つの論点（予想インフレ率の評価、需給ギャップの弱さの背景、為替動向やグローバル化の進展、規制緩和を含むその他の要因の評価）と、そこから浮かび上がる今後の物価の先行きの展望を意識して、議論を進めるよう要請した。

(1) パネリストによるプレゼンテーション

伊藤は、1990年代以降における物価の弱さの背景は、予想インフレ率の低迷と需給ギャップの弱さで説明できるとの立場から議論を行った。まず、予想インフレ率に関しては、①サーベイ・データから得られる予想インフレ率には上方バイアスが存在する、②予想インフレ率形成における中央銀行のコミュニケーションによる力は大きい、との見方を示した上で、例えば、2009年の時点において日本銀行が展望レポートで予測終期まで物価下落が続く予想を示していたことは、市場には、目標インフレ率が高々ゼロ、マイナスも許容していると受け止められている可能性が高いと論じた。また、需給ギャップの弱さの背景については、資産バブル崩壊や銀行危機など不幸な出来事が相次いだことを挙げるとともに、相対価格が対応できていないあるいは規制されていることにより、需給のミスマッチが発生しているとの見方を示した。その上で、1990年代後半の銀行危機の時点において何らかの方策によってデフレを食い止めることができているならば、このように長期化することはなかつ

たと振り返った。最後に、先行きの展望に関しては、重要な要因として少子高齢化の進展を挙げ、大きな規制改革が実行されない限りわが国経済がゼロ成長に止まるとの見通しを示し、ゼロ成長・ゼロ金利・ゼロインフレという状況の下で、どのように経済を運営していくかという点が大きな課題となるとの認識を示した。

地主は、デフレを前提とした経済行動が定着しているという視点から議論を展開した。まず、近年は原油価格が上昇する局面において GDP デフレーターが下落するようになっていることを指摘し、その背景として、民間のノルムとする物価上昇率が低迷している結果、企業が価格交渉の中で、コスト上昇を価格に転嫁できなくなっていると論じた。さらに、こうした状況のより根源的な要因として人口動態を挙げ、市場規模の縮小が見込まれる下で、顧客市場においては一旦客を逃せばとり返すことが困難な状況が発生していると述べた。その上で、デフレを克服するためには金融政策の予想経路を変えることが重要であると指摘し、デフレと政府債務の累増が共存している下では、高めのインフレ目標の導入などで金融政策の信認をある程度下げつつ、財政政策の信認を上げていくような政策が必要となるとの認識を示した。

福田は、わが国の物価動向を振り返り、①1980年代は輸入物価や企業物価の下落である円高デフレ、②1990年代から2000年代にかけてはバブル崩壊後のバランスシート調整に伴う負債デフレ、③2000年代末から現在にかけては、世界同時不況下のデフレであると整理し、1990年代から2000年代にかけてのデフレは金融面の要因、より近年は新興国要因、均衡マークアップ要因が重要であったとの見方を示した。その上で、デフレが必ずしも実体経済の低迷を伴わなかったケースとして、2000年代初頭の香港の経験に言及し、サービス業が9割を占めるため国内投資が少なく、金融機関の対外貸出が多いという独特な特徴を有する香港経済では、不況がデフレを招きこれが実質債務の増加に繋がって総需要を抑制するという負債デフレのメカニズムが生じにくかったため、デフレ下でも高成長が維持されたと指摘した。また、最近円高とデフレが併存している点を取り上げ、円建て輸出価格が下落している一方で、生産コストも低下している結果、実質実効為替レートでは円高は大きく進行していないものの、貿易競争相手は通貨安政策もあって為替減価が進んでおり、円高に負けない競争力の回復が必要であるとの見方を示した。

前田は、1990年代以降の物価の弱さは、幾つかの要因が重なったものであるとの見方を示した。インフレ予想は、サーベイ・データなどをみる限り、金融危機の局面を除けば大きくは低下していないと指摘した。その上で、4度にわたる大きな負のショックの影響も含めた需給ギャップの弱さ、そして、マークアップの圧縮といった実物面の要因が大きいと述べた。こうした実物面の要因としては、規制緩和などに伴う大きすぎた内外価格差の縮小という、自然かつ不可避な動きと、直面する

持続的かつ大規模な環境変化に、わが国経済が上手く対応できてこなかったといった構造的な問題も影響していると指摘した。また、やや長い目でみた物価の先行きを展望する上で考慮すべき点として、内外価格差はすでにかなり縮小していること、新興国においてインフレや賃金上昇が発生していることなどが物価の押し上げ要因となりうる一方で、大きな環境変化に伴う構造的な問題の解決は容易でなく、物価の重しとなりうるとの見方を示した。最後に、緩やかな物価下落から脱却するための、今後の基本的な方向性は、緩和的な金融環境を維持すると同時に、日本経済の環境変化への適応力を高め、中長期の成長力を高めていくという、実物面の対応を進めることが肝要であり、中央銀行だけでなく、各方面の共通の理解と努力が必要との見方を示した。

(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、量的緩和政策の効果や金融政策の信認とコミュニケーションといった政策関連の話題と今回十分に取り扱うことができなかつた論点に関して多くの発言が聞かれた。

(量的緩和政策の効果)

量的緩和政策の効果について、伊藤と地主は、資産価格と為替レートに現れるとの見方を示した。その上で、伊藤は、中央銀行が目標を決めてそれについてアクションを起こした場合、市場は反応し、それが好循環のきっかけと成り得ると述べた。ただし、そのタイミングと説明というのは非常に重要であり、先手を打って、経済見通しなども活用しながら非常に重要なメッセージを発信することが肝要であると論じた。これに対し、福田は、量的緩和政策の効果を評価するには、量的緩和の側面と信用緩和の側面を切り分けることが重要であると述べた。その上で、信用緩和が効果を有することについてはコンセンサスがある一方で、量的緩和については、為替などに効果がある可能性はあるが、これが通貨引き下げ競争に繋がる場合もある、と論じた。

今回報告された各論文が量的緩和政策の効果を明示的に織り込まなかつた背景について、青木は、量的緩和政策がどういう経路をとって実体経済に影響を与えるかという点について、利子率チャンネルに比べると実証研究の蓄積も少なく、適切なモデルも存在しない以上、金融政策ルールとして利子率ルールを選択せざるを得ないと説明した。これに対して、伊藤は、説明の主旨は十分に理解するとした上で、できれば量的緩和とか、非伝統的なものを入れて、分析の枠組みが広がれば良いと思うと述べた。

（金融政策の信認とコミュニケーション）

河合は、最近の円高とデフレの共存に言及し、為替市場介入によって円高を抑えようとしてもデフレを止めるための根本的な解決にならないとの見方を述べた上で、しっかりと反デフレを目指す金融政策を遂行することによって、デフレも円高圧力も解消することが本筋との認識を示した。その際、「デフレを克服する」という強いメッセージを市場に出すことが真に必要であると付言した。

河合と伊藤は、経済政策では適切な政策目標を設定して、それを達成するということが、信認を高めるということであると述べた。その上で、地主がプレゼンテーションにおいて、これを「金融政策の信認を下げる」と表現したことに対して違和感を示した。これに対して地主は、コメントは妥当とした上で、より具体的かつ穏当な言葉で言い換えれば「インフレ率の目標水準を上げる」ということであると述べた。

関根は、中央銀行が適度に無責任になることを最初に提案したクルーグマンが、最近の米国については財政政策による景気刺激を提案していると指摘した。その上で、このように主張が変わった背景として、クルーグマンが、時間非整合性の問題から中央銀行が適度に無責任になることが困難であることを認識している可能性があるとの見方を示した。

竹田は、教科書では、インフレに対して警戒的な中央銀行家を選ぶ方が、社会的にみて望ましいとされているが、現在のように物価が比較的安定している下で、信認を維持しつつ成長を喚起する場合には、最近米国でも議論になっている名目 GDP ターゲティングが現実的選択肢ではないかと述べた。この点に対し伊藤は、GDP 統計のリバイズの多さなどから遂行は困難との見方を示した。他方、地主は、本源的な問題が人口減少の下での国内市場規模の縮小であることを踏まえると、一国経済の規模を示す名目 GDP をターゲットとすることは、発想として違和感が小さいと述べた。

須田は、予想インフレ率を安定させることは、極めて重要であるとの認識を示した上で、BOE が行っているアンケート調査などをみると、一般国民に対してターゲットのインフレ率を周知させることは決して容易ではないとの印象を述べた。

関根は、福永・齋藤報告においてサーベイ・データを使用せず推計されたトレンド・インフレ率の推移について触れ、低下しているものの概ね1%位のところでアンカーされているとの結果が得られていると指摘した。その上で、トレンド・インフレ率が低下したこと自体については、コミュニケーションを含め問題があった可能性もあるが、大きな GDP ギャップが存在する下で、トレンド・インフレ率が1%近傍に止まっていたためデフレが加速しなかったという見方も可能、と述べた。ま

た、こうした推計結果は、1%という現在の「中長期的な物価安定の理解」が導入された後のデータを用いて得られており、このようにアンカーが安定していることを肯定的に捉えることもできると述べた。

こうした議論を受けて、西村は、提起されているコミュニケーションの問題は、中央銀行の信認に対する態度の問題という側面も有するとした上で、それを含めて重要な論点と認識していると述べた。

(残された論点)

今回のコンファレンスで十分掘り下げることができなかった重要な論点として、渡辺、伊藤、西村は、大きな需給ギャップが存在した割には物価が下落していない点を挙げた。その背景について渡辺は、今回のコンファレンスでも予想インフレ率がアンカーされているためという説明（福永・齋藤報告）も出たが、判明している事実は極めて少ないとの印象を述べ、背景が判明していない以上、状況が急変する可能性は常にあると論じた。この点について、宮尾は、2000年代半において、金融緩和の強化と不良債権処理や企業の構造転換が組み合わさり、インフレ期待や成長期待・潜在成長率が引き上げられ、物価下落と景気悪化の悪循環が抑えられた可能性があるとして述べた。

また、西村は、河合・平形報告で取り上げられたプロデューサー・カレンシー・プライシングと、ローカル・カレンシー・プライシングの差の重要性について言及した。この問題の本質は、米中の企業はターゲット・プライシング、わが国企業は逆に、ターゲット・コスト・カッティングとなることであると論じた上で、そうした差が、日米で同様のショックに直面した場合に物価の反応が異なる背景の一つになっている可能性があるとして指摘した。

6. 閉会の辞

閉会に当り、植田は、2007年以降の米欧の経験を経て、大きなバブル崩壊後は長く厳しいバランスシート調整過程を辿るという点が世界的に認識されたことを指摘し、わが国の場合は1990年代以降、こうした調整過程が何故かくも長引いたかが問題となると述べた。その上で、この背景については、今回を含むこれまでの共催コンファレンスでも議論してきたが、資産バブル崩壊以降、様々な経済政策による対応が遅れがちであったため、少子高齢化対応も含めてわが国経済が克服すべき課題が膨れ上がるとともに、負のショックに対して脆弱となった側面があることは

否めないとの見方を示した。とくに 1990 年代後半から金融不安が一気に広まった局面では、金融政策についてみれば伝統的金融政策を使い切っており、企業に対するアンケートや金利の情報からみた成長期待や予想インフレ率の落ち込みが明確となった後に非伝統的金融政策を採用することとなった、と当時を振り返った。もともと、こうした金融政策を含む政策対応により、短期間で金融不安の一段の亢進は抑制され、予想インフレ率も上昇に転じるなど最悪の事態は回避されたとの評価を示した。その上で、物価変動の背景として、構造問題の役割は大きかったと思うが、政策対応の役割についてより踏み込んだ分析が必要、との印象を述べた。最後に、今回の機会に物価変動の背景について多面的に議論できたことは大変有意義であったが、論じ足りない点はまだ残っているとして、今後の研究の蓄積に対する期待を表明し、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4回共催コンファレンス

「日本の物価変動とその背景：1990年代以降の経験を中心に」

2011年11月24日(木)

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 前田栄治 日本銀行調査統計局長

導入セッション

9:05-9:50 日本の物価変動の背景：事実と論点の整理

報告者 西崎健司 日本銀行調査統計局企画役

第1セッション

座長 宮尾龍蔵 日本銀行審議委員

9:50-10:50 ゼロ金利下の長期デフレ

報告者 渡辺努 東京大学教授

指定討論者 有賀健 京都大学教授

11:00-12:00 日本の構造問題と物価変動

報告者 福永一郎 日本銀行金融市場局企画役

齋藤雅士 日本銀行企画局企画役

指定討論者 岩本康志 東京大学教授

12:00-13:30 昼食

第2セッション

	座長	本多佑三	関西大学教授
13：30－14：30	新興国における供給ショックの国際波及		
	報告者	河合正弘	アジア開発銀行研究所所長
		平形尚久	日本銀行金融研究所企画役
	指定討論者	松林洋一	神戸大学教授
14：30－15：30	銀行の資産選択と物価変動		
	報告者	青木浩介	東京大学准教授
		須藤直	日本銀行調査統計局企画役補佐
	指定討論者	竹田陽介	上智大学教授
15：30－15：45	休憩		
15：45－17：45	総括討議		
	モデレーター	西村清彦	日本銀行副総裁
	パネリスト	伊藤隆敏	東京大学教授
		地主敏樹	神戸大学教授
		福田慎一	東京大学教授
		前田栄治	日本銀行調査統計局長
17：45－18：00	閉会の辞	植田和男	東京大学教授
18：30－	懇親会		
	挨拶	木下信行	日本銀行理事

(注) 報告者のプレゼンテーションは30分、指定討論者の報告は15分、フロア討議（報告者の応答を含む）は15分。

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
京都大学	有賀健
東京大学	伊藤隆敏
東京大学	岩本康志
東京大学	植田和男
日本銀行	粕谷宗久
アジア開発銀行研究所	河合正弘
リコー経済社会研究所	神津多可思
日本銀行	齋藤雅士
神戸大学	地主敏樹
キャノングローバル戦略研究所	須田美矢子
日本銀行	須藤直
日本銀行	関根敏隆
上智大学	竹田陽介
日本銀行	西崎健司
日本銀行	西村清彦
日本銀行	平形尚久
東京大学	福田慎一
日本銀行	福永一郎
関西大学	本多佑三
日本銀行	前田栄治
神戸大学	松林洋一
日本銀行	宮尾龍蔵
日本銀行	武藤一郎
東京大学	渡辺努