



日本の教訓

—長期予想インフレ率をめぐって—
(米国・イエール大学における講演)

2017年3月28日

日本銀行
佐藤 健裕

本日の講演内容

1. はじめに
2. 日本の教訓
 - (1) 長期予想インフレ率の決定要因
 - (2) 低すぎる長期予想インフレ率の弊害
3. 長期予想インフレ率を巡って
 - (1) 長期予想インフレ率の形成メカニズム
 - (2) 日本の長期予想インフレ率
 - (3) 金融危機と長期予想インフレ率
 - (4) 労働市場と長期予想インフレ率
4. 付論: 財政政策を巡る最近の話題
5. 結び

Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy

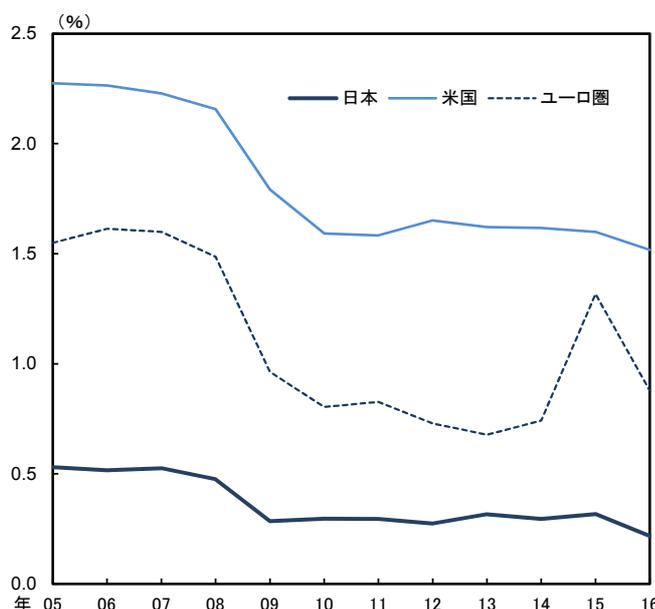
Board of Governors of the Federal Reserve System
 (Adopted effective January 24, 2012; as amended effective January 26, 2016)

- The inflation rate over the longer run is primarily determined by monetary policy, and hence the Committee has the ability to specify a longer-run goal for inflation.

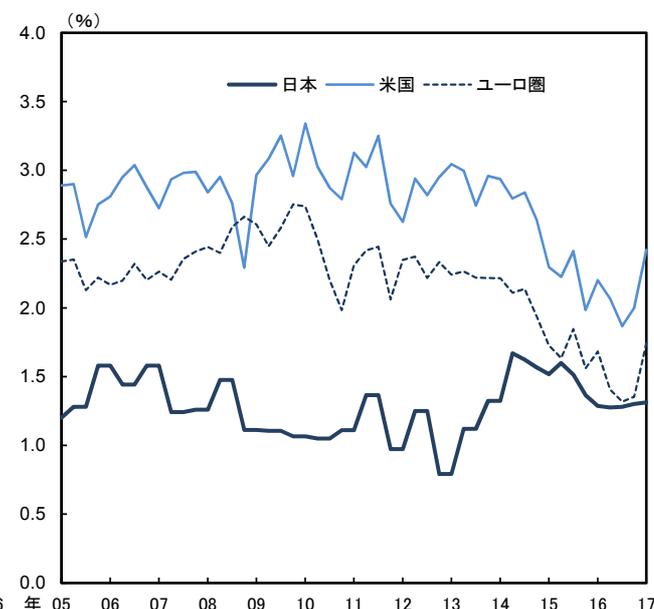
図表 2

各国の潜在成長率と予想インフレ率

① 潜在成長率



② 予想インフレ率



(注) 予想インフレ率について、日本はコンセンサス・フォーキャストにおけるCPIの6～10年先予測、米国・ユーロ圏は5年先5年のインフレスワップレート。
 (資料) OECD、Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

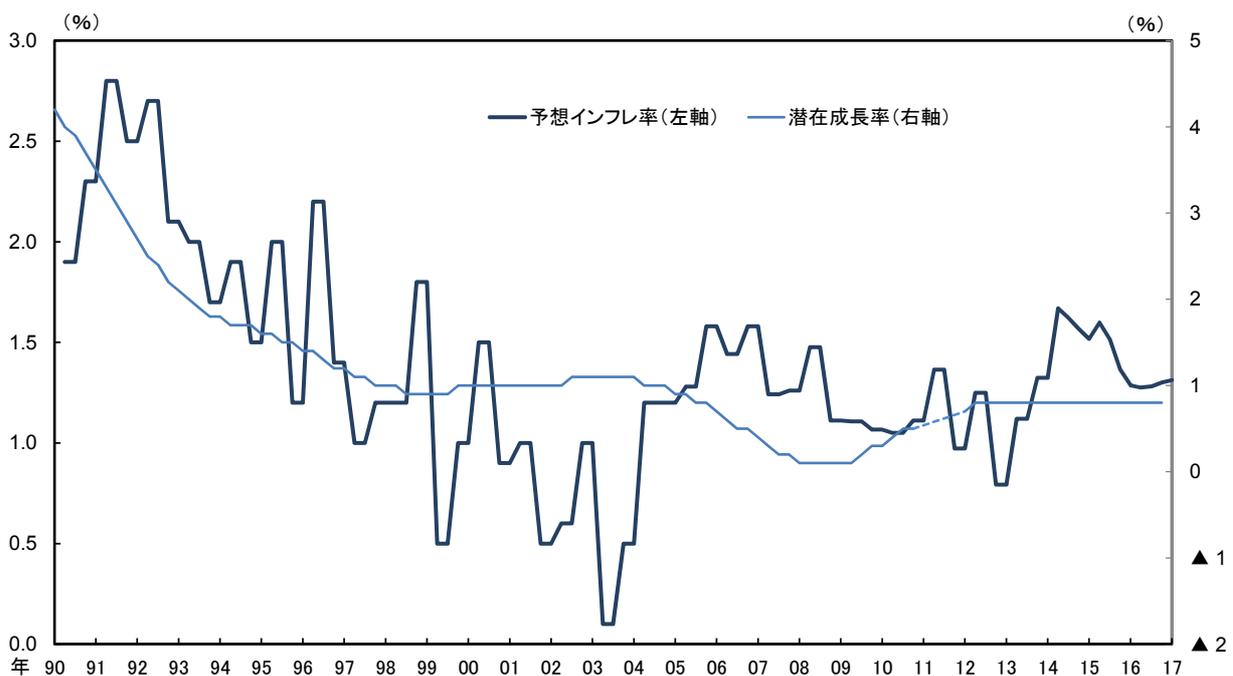
本日の講演内容

1. はじめに
2. 日本の教訓
 - (1) 長期予想インフレ率の決定要因
 - (2) 低すぎる長期予想インフレ率の弊害
3. 長期予想インフレ率を巡って
 - (1) 長期予想インフレ率の形成メカニズム
 - (2) 日本の長期予想インフレ率
 - (3) 金融危機と長期予想インフレ率
 - (4) 労働市場と長期予想インフレ率
4. 付論: 財政政策を巡る最近の話題
5. 結び

4

図表 3

日本の予想インフレ率と潜在成長率



(注1) 予想インフレ率は、コンセンサス・フォーキャストにおけるCPIの6~10年先予測。

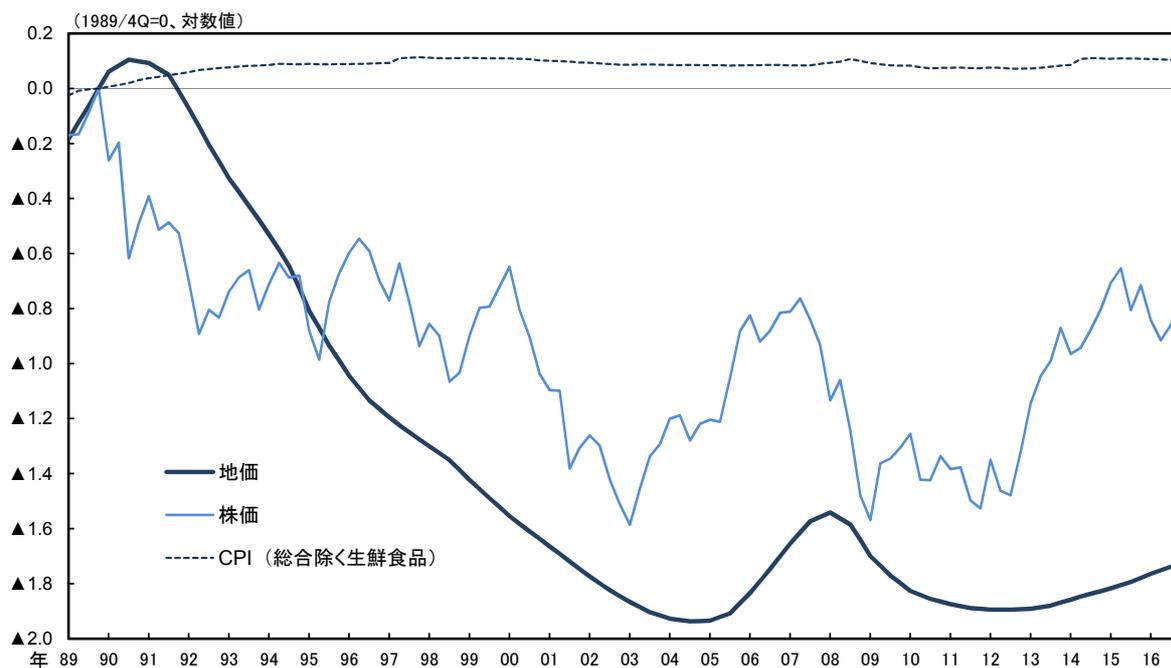
(注2) 潜在成長率の計数には、東日本大震災があった2011年のデータを含めていない。

(資料) 内閣府、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

5

図表 4

日本の資産価格デフレ

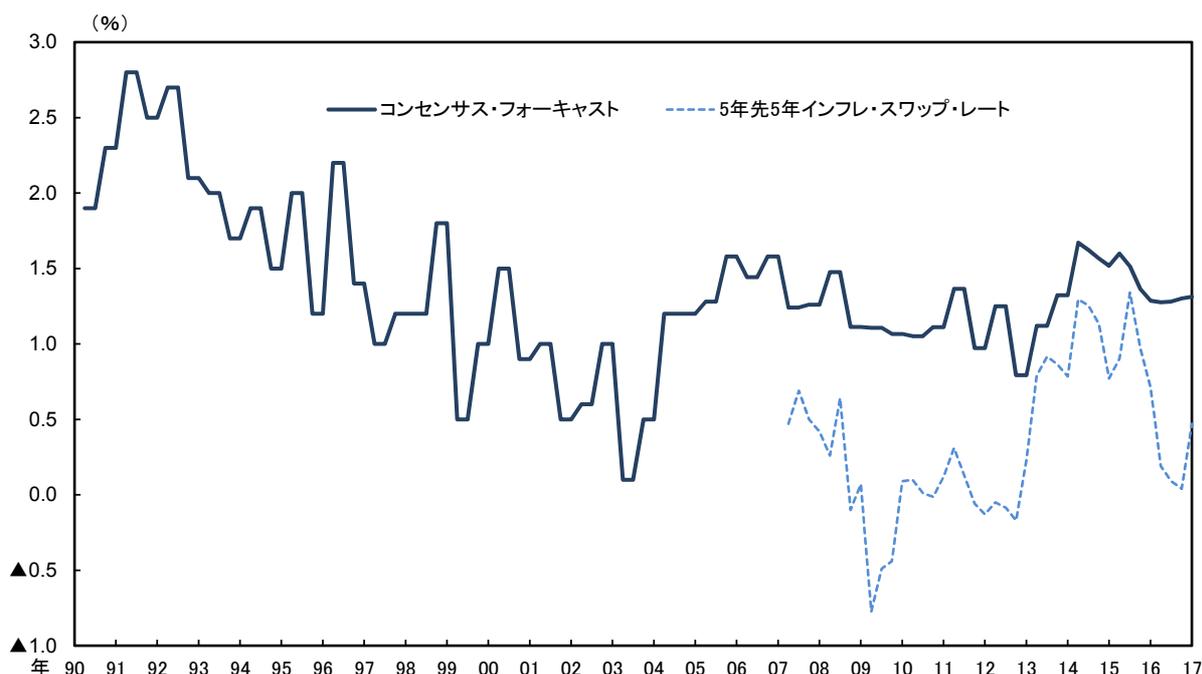


(注)CPI(総合除く生鮮食品)は、ARIMAモデル(0 1 2)(0 1 1)および消費税導入(1989年4月)および引上げ(1997年4月、2014年4月)時にレベルシフト調整を適用して、X-12-ARIMAによって計算。

(資料)翁邦雄・白塚重典、「資産価格変動、構造調整と持続的経済成長：わが国の1980年代後半以降の経験」、『金融研究』第23巻第4号、2004年12月、日本銀行、総務省、日本不動産研究所

図表 5

日本の予想インフレ率

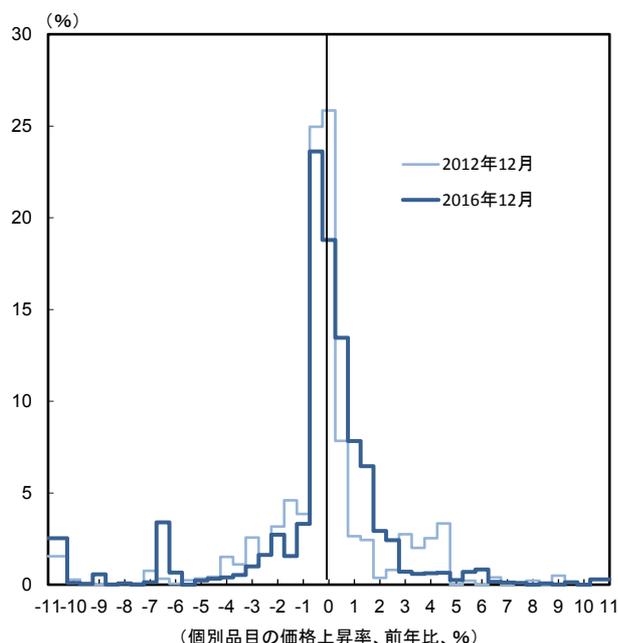


(注)コンセンサス・フォーキャストは、コンセンサス・フォーキャストにおけるCPIの6~10年先予測。

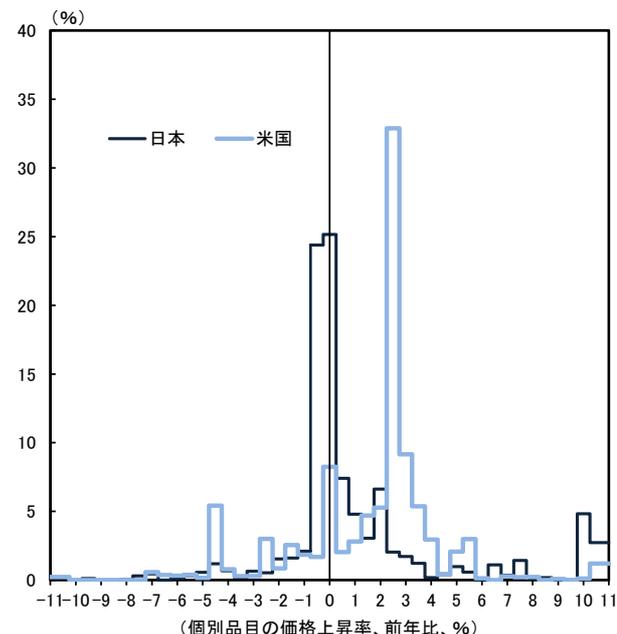
(資料)Bloomberg、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

品目別価格上昇率の頻度分布

①日本のQQE導入以降の変化

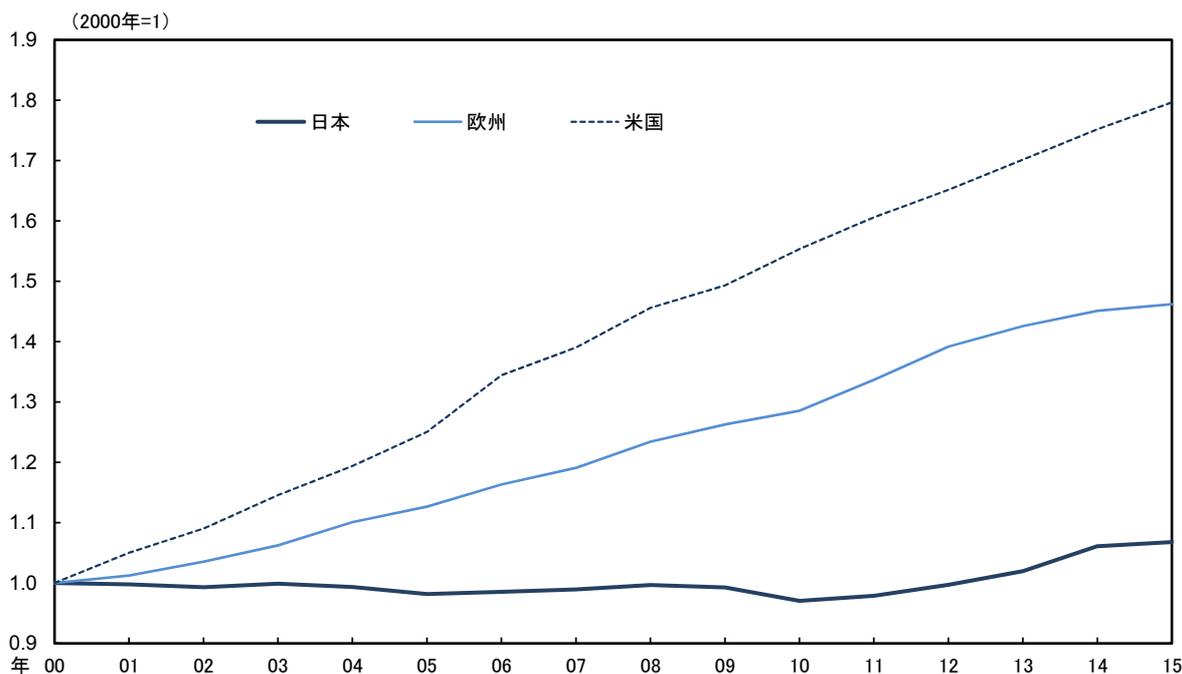


②日本と米国との比較(2014年3月時点)



(資料) 渡辺努・渡辺広太、「デフレ期における価格の硬直化：原因と含意」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.16-J-2、2016年2月、総務省

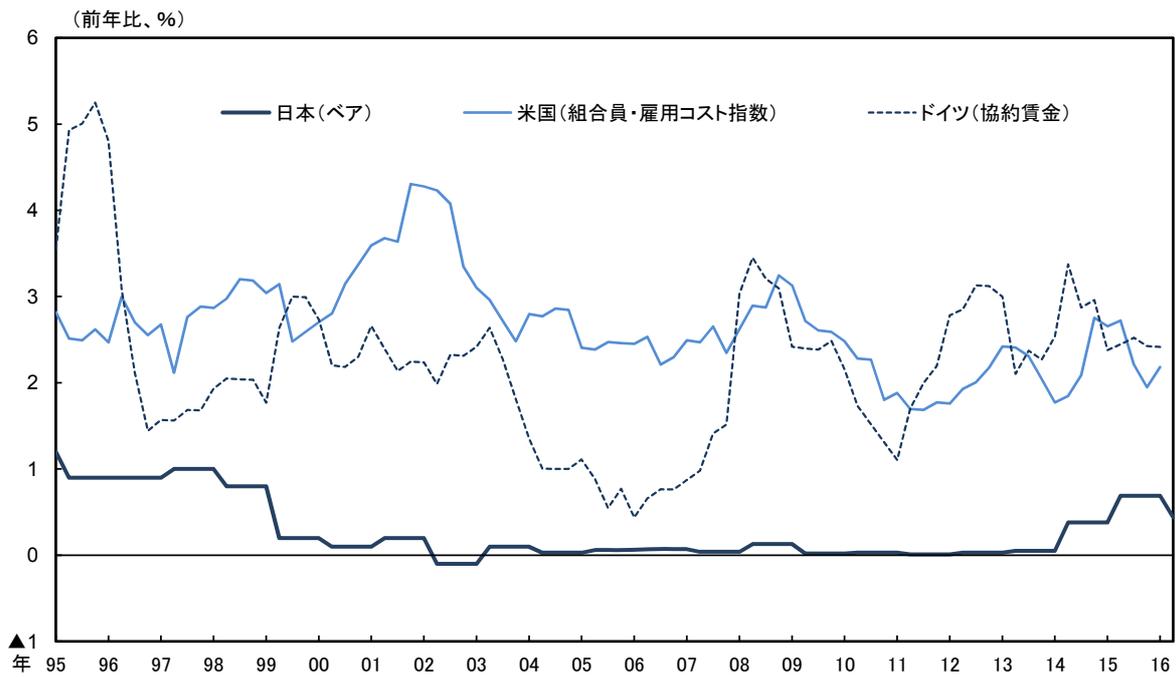
公共料金の国際比較



(注) 日本は、消費者物価指数の「公共サービス」と「電気・都市ガス・水道」を集計。欧州は、Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)におけるAdministered Priceで、EU加盟国のうち、OECD加盟国の加重平均値。

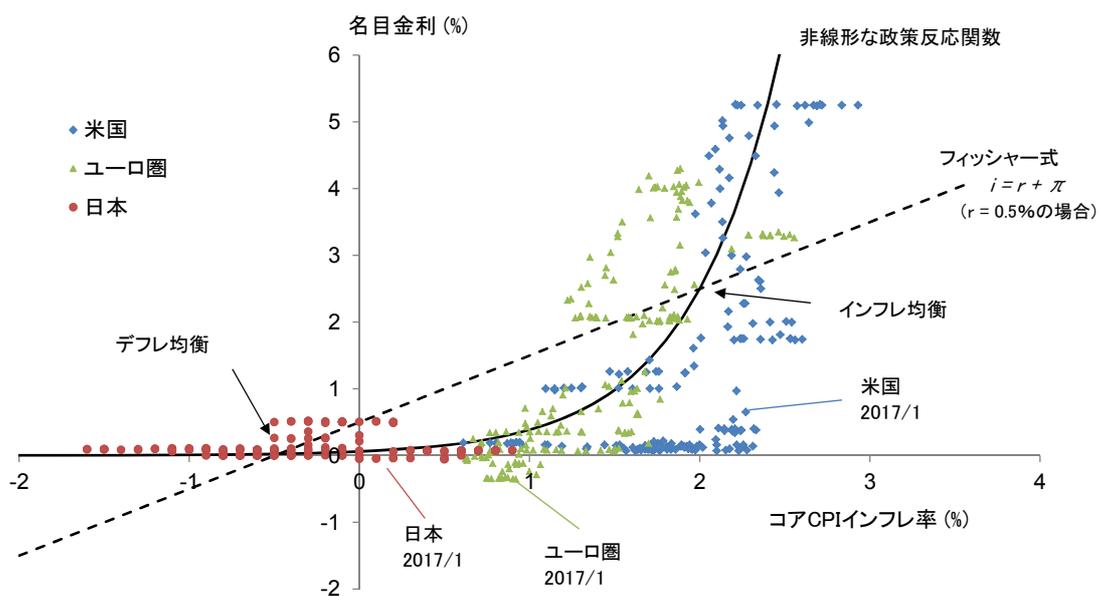
(資料) 新谷幸平・倉知善行・西岡慎一、「わが国の公共料金の特徴 ～制度面における欧米との比較を中心に～」、日銀レビュー、2016-J-12、2016年7月、総務省、BLS、Eurostat

各国のベースアップ率



(資料) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、総務省、BLS、CBO、ドイツ連邦統計局、ドイツ連邦銀行

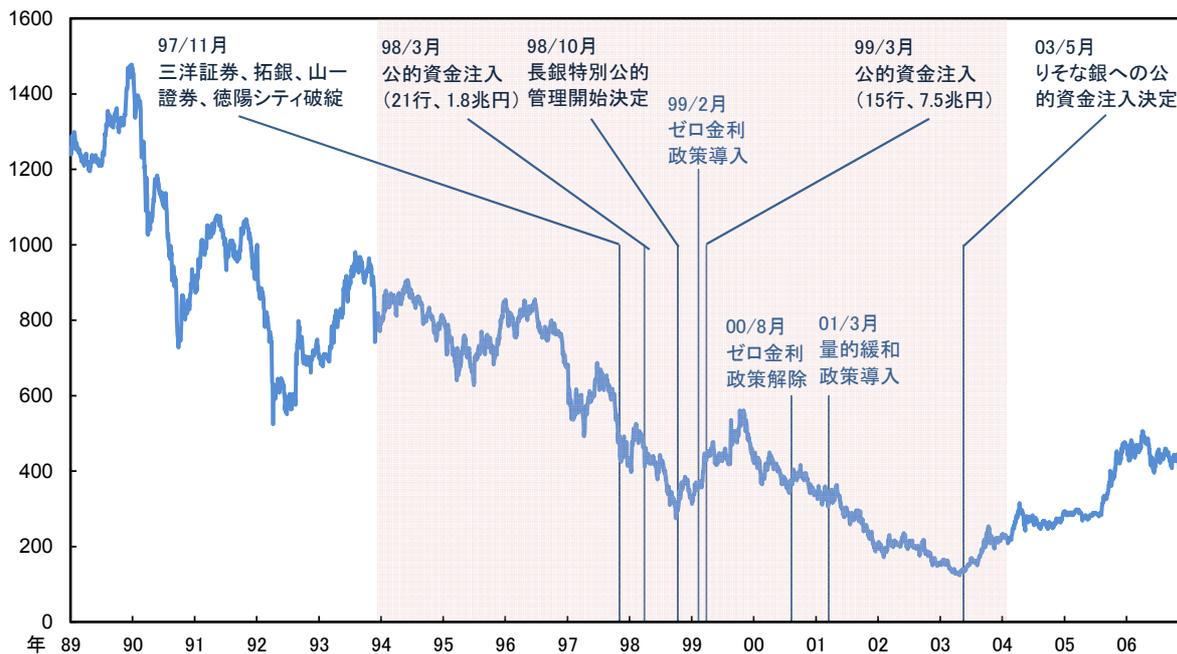
インフレ均衡とデフレ均衡



(注) 各点は名目金利とコアCPIインフレ率の実績。コアCPIインフレ率は総合(除く食料・エネルギー)。日本については消費税率引上げの影響を除く。

(資料) Bullard, James. "Seven Faces of 'The Peril.'" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 92, no. 5 (September/October 2010): 339-52

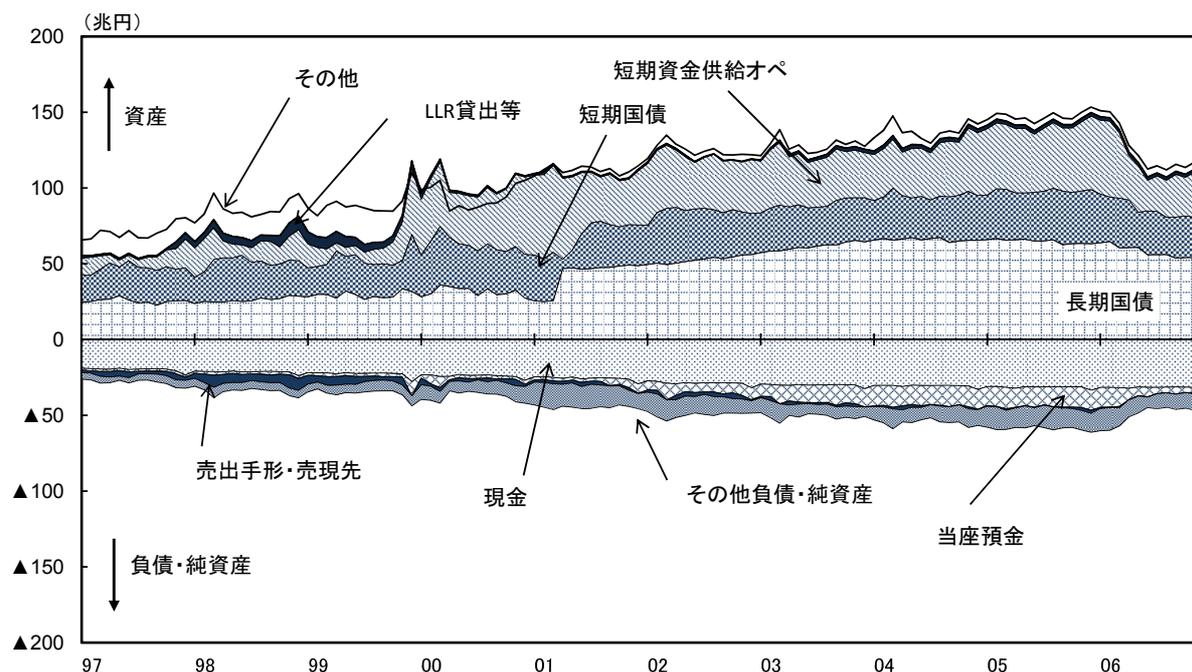
日本の金融危機前後の銀行株価の推移



(注) TOPIX銀行業株価指数の推移。
 (資料) Bloomberg

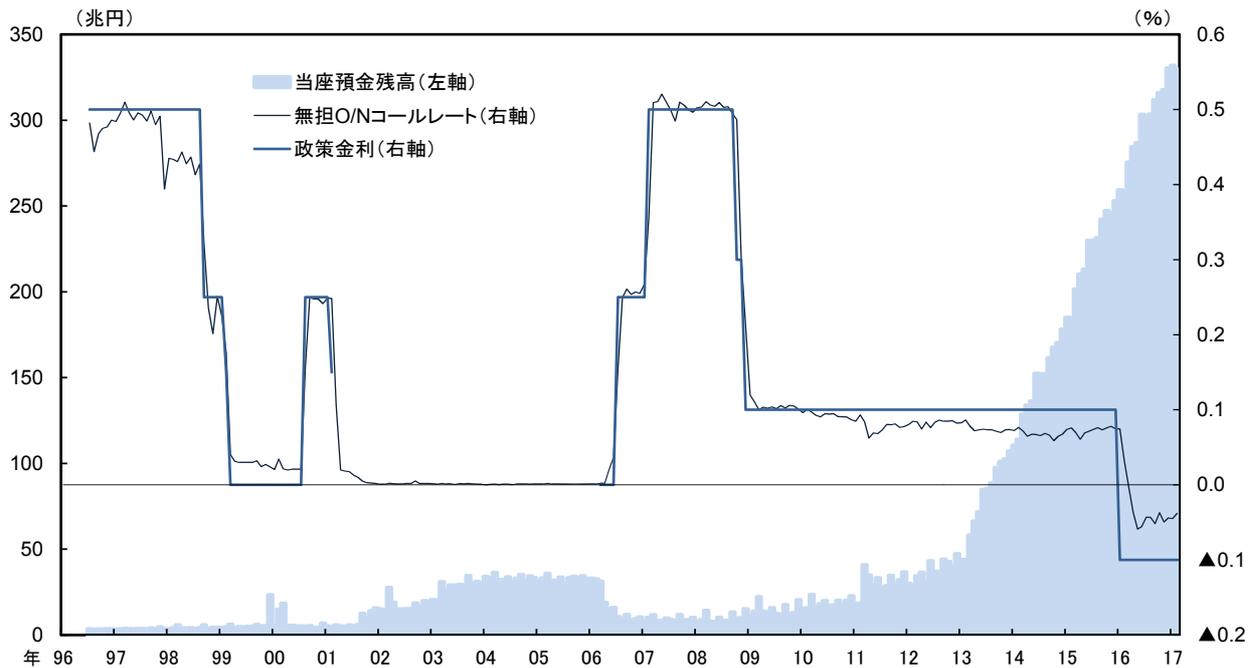
図表 1 1 - 1

日本の金融危機前後の日本銀行のバランスシート



(資料) 日本銀行

当座預金残高とコールレート



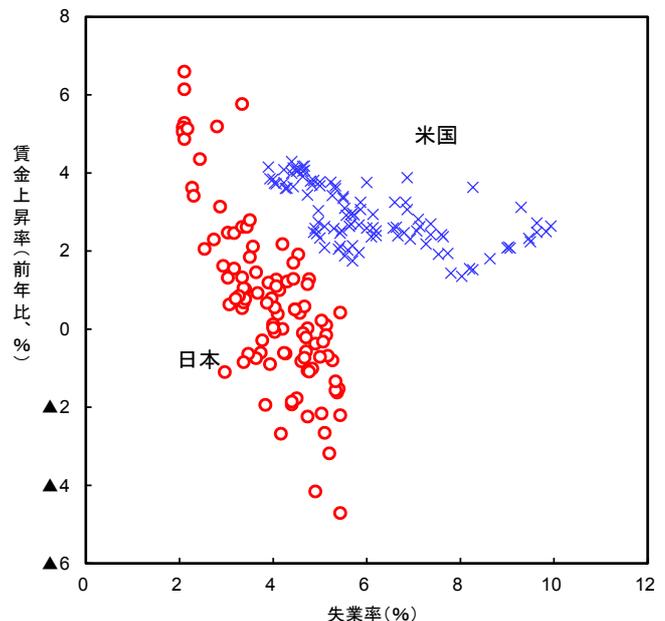
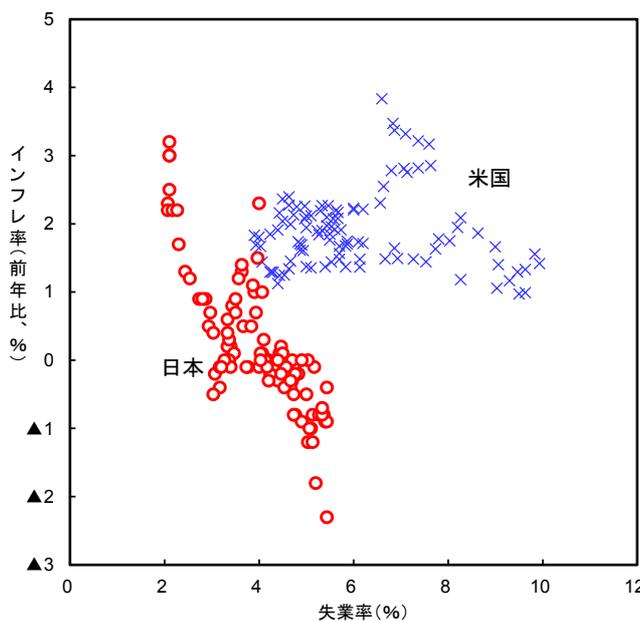
(注) 政策金利について、2010年10月以前のデータは無担O/Nコールレートの誘導水準、2010年10月から2016年1月までは超過準備への付利金利、2016年1月以降は政策金利残高への付利金利。

(資料) 日本銀行

フィリップス曲線：日本と米国

① インフレ率と失業率

② 賃金上昇率と失業率



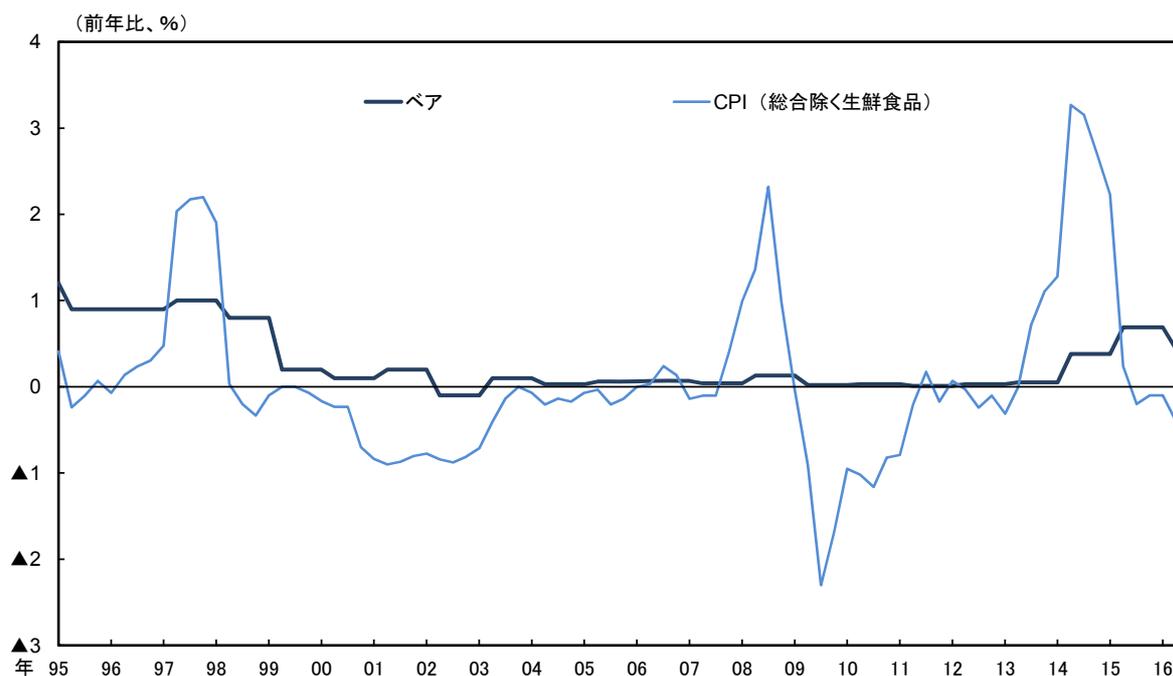
(注1) 賃金は時間当たり賃金。日本は「現金給与総額÷総実労働時間(事業所規模30人以上)」、米国は「Average hourly earnings of production and nonsupervisory employees: total private」。

(注2) インフレ率は、日本はCPI(総合除く生鮮食品)、米国は「PCE excluding food and energy」。

(注3) 日本のインフレ率は消費税率引上げの影響を調整している。

(資料) 厚生労働省、総務省、BEA、BLS、Bloomberg

ベースアップ率と物価



(注) CPI(総合除く生鮮食品)は消費税の影響の調整は行っていない。
 (資料) 中央労働委員会、日本労働組合総連合会、総務省

16

本日の講演内容

1. はじめに
2. 日本の教訓
 - (1) 長期予想インフレ率の決定要因
 - (2) 低すぎる長期予想インフレ率の弊害
3. 長期予想インフレ率を巡って
 - (1) 長期予想インフレ率の形成メカニズム
 - (2) 日本の長期予想インフレ率
 - (3) 金融危機と長期予想インフレ率
 - (4) 労働市場と長期予想インフレ率
4. 付論: 財政政策を巡る最近の話題
5. 結び

17

財政政策を巡る最近の話題

- ヘリコプター・マネー
- FTPL (Fiscal Theory of the Price Level)

18

本日の講演内容

1. はじめに
2. 日本の教訓
 - (1) 長期予想インフレ率の決定要因
 - (2) 低すぎる長期予想インフレ率の弊害
3. 長期予想インフレ率を巡って
 - (1) 長期予想インフレ率の形成メカニズム
 - (2) 日本の長期予想インフレ率
 - (3) 金融危機と長期予想インフレ率
 - (4) 労働市場と長期予想インフレ率
4. 付論: 財政政策を巡る最近の話題
5. 結び

19