

金融政策の未来：貨幣経済学の歴史に学ぶ

— 景気循環学会第38回大会における基調講演 —

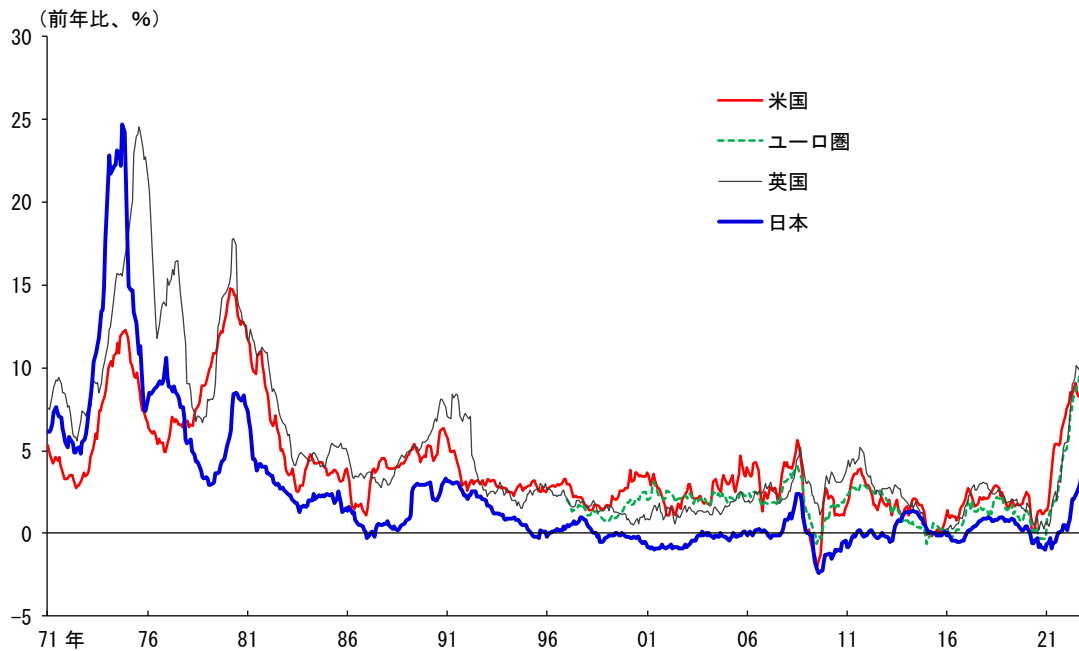
2022年12月3日

日本銀行副総裁

若田部 昌澄

1. はじめに
2. 現在：マイルド・インフレ・レジーム
は終わったか？
3. 過去：貨幣経済学の歴史
4. 未来：歴史からの展望
5. おわりに

各国の物価動向



(注) 米国と英国はCPI (総合)、ユーロ圏はHICP (総合)、日本はCPI (除く生鮮食品)。英国の1988年以前は、ONSの試算値。
日本は、1997年以降の消費税率引き上げの直接の影響を除いたベース。
(出所) Haver、ONS、総務省

2. 現在：マイルド・インフレ・レジームは終わったか？

マイルド・インフレ・レジームの終焉？

これまで：
「日本化」への警戒

【低インフレ（デフレ）、低金利】

- 小さな政府、規制の緩和・撤廃
- 中国やエマージング諸国の台頭
- グローバル化、市場の融合、グローバルな供給網
- 巨大な労働供給
- 温室効果ガスの排出
- 「平和の配当」

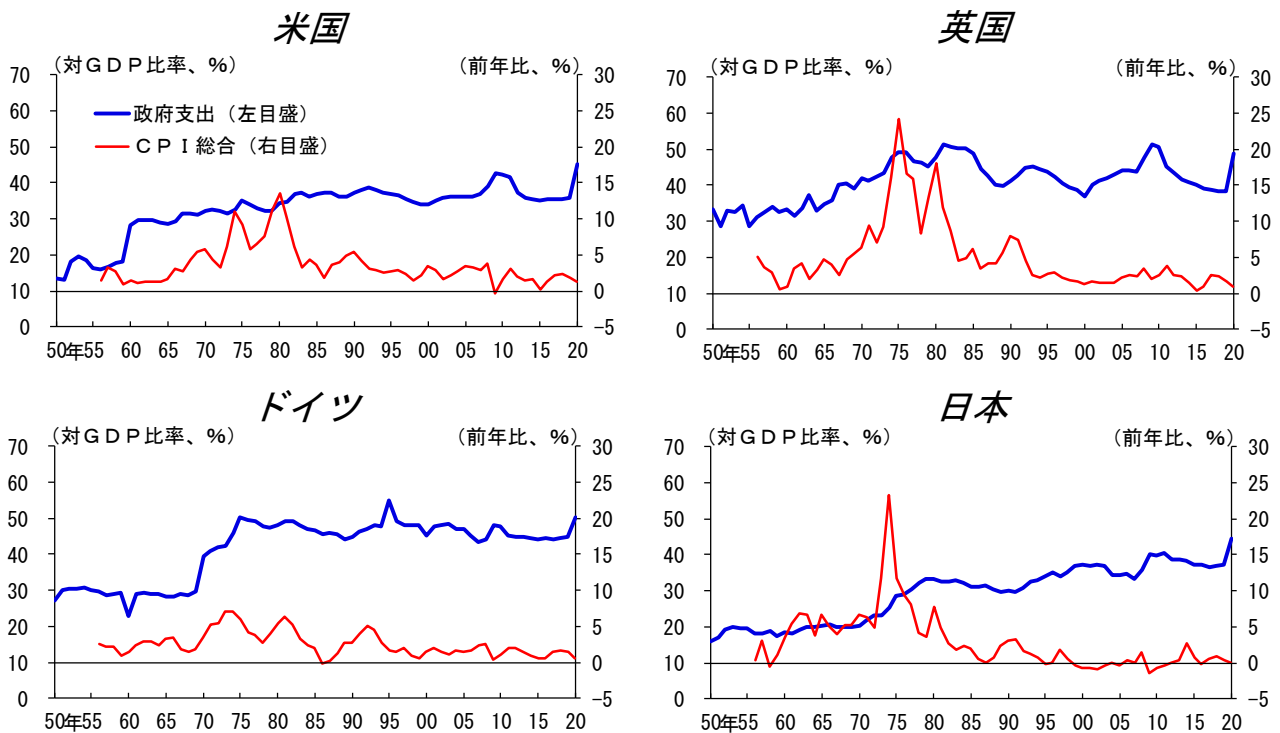


これから：
インフレの時代の到来？

【高インフレ、高金利？】

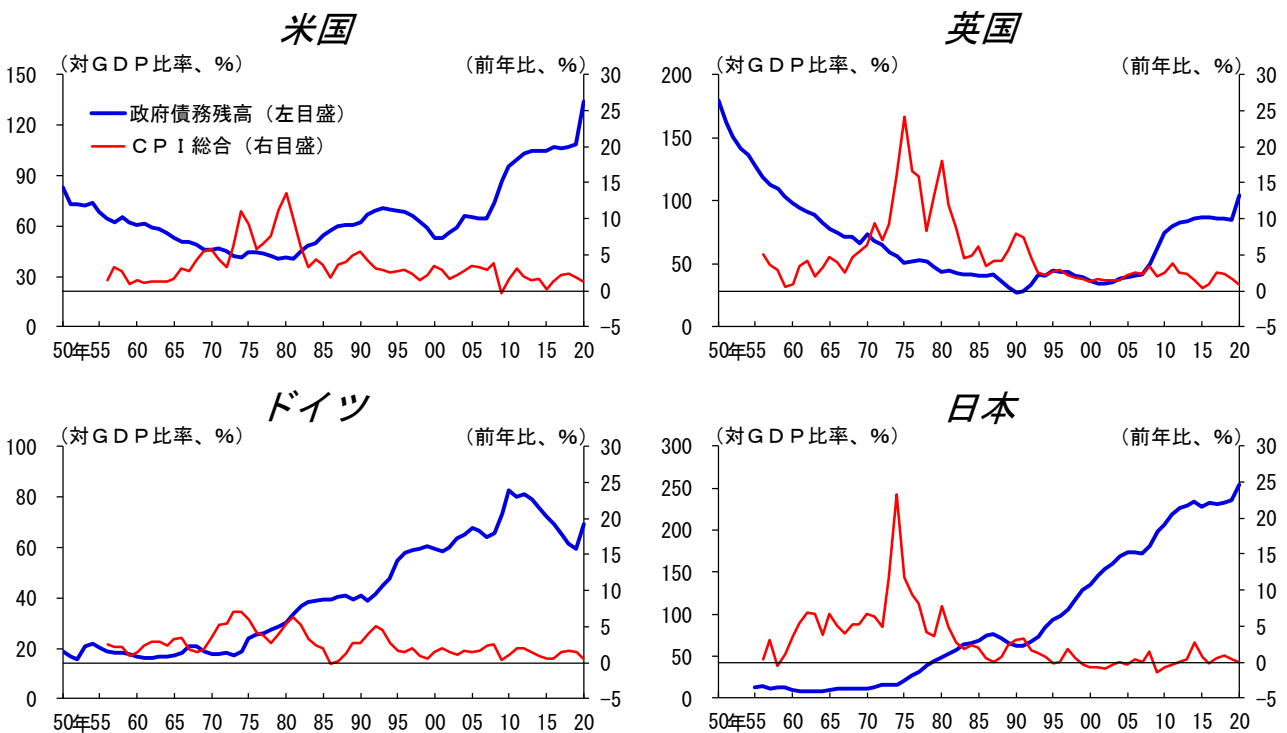
- 政府の役割の増大、再規制
- 各国の成長率の収斂
- 脱グローバル化、市場の分断化、経済安全保障
- 各国での少子高齢化の進展
- 脱炭素化（グリーンフレーション）
- 戦時経済

政府支出とインフレ率：明確な関係性なし



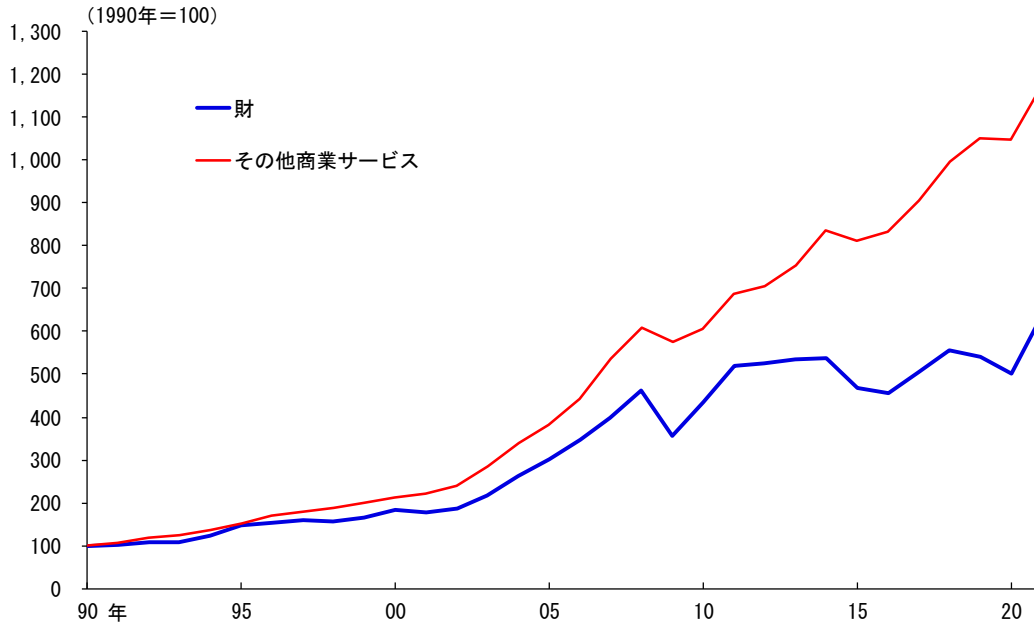
(注) 1. 政府支出対GDP比率は、IMFの「Public Finances in Modern History」による。ただし、2012年以降は「World Economic Outlook」を使用。
 2. ドイツの1990年以前は、西ドイツ。
 (出所) IMF、OECD、Mauro, P., Romeu, R., Binder, A. J., and Zaman, A., "A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy," IMF Working Paper, no. 2013/005 (2013).

政府債務残高とインフレ率：明確な関係性なし



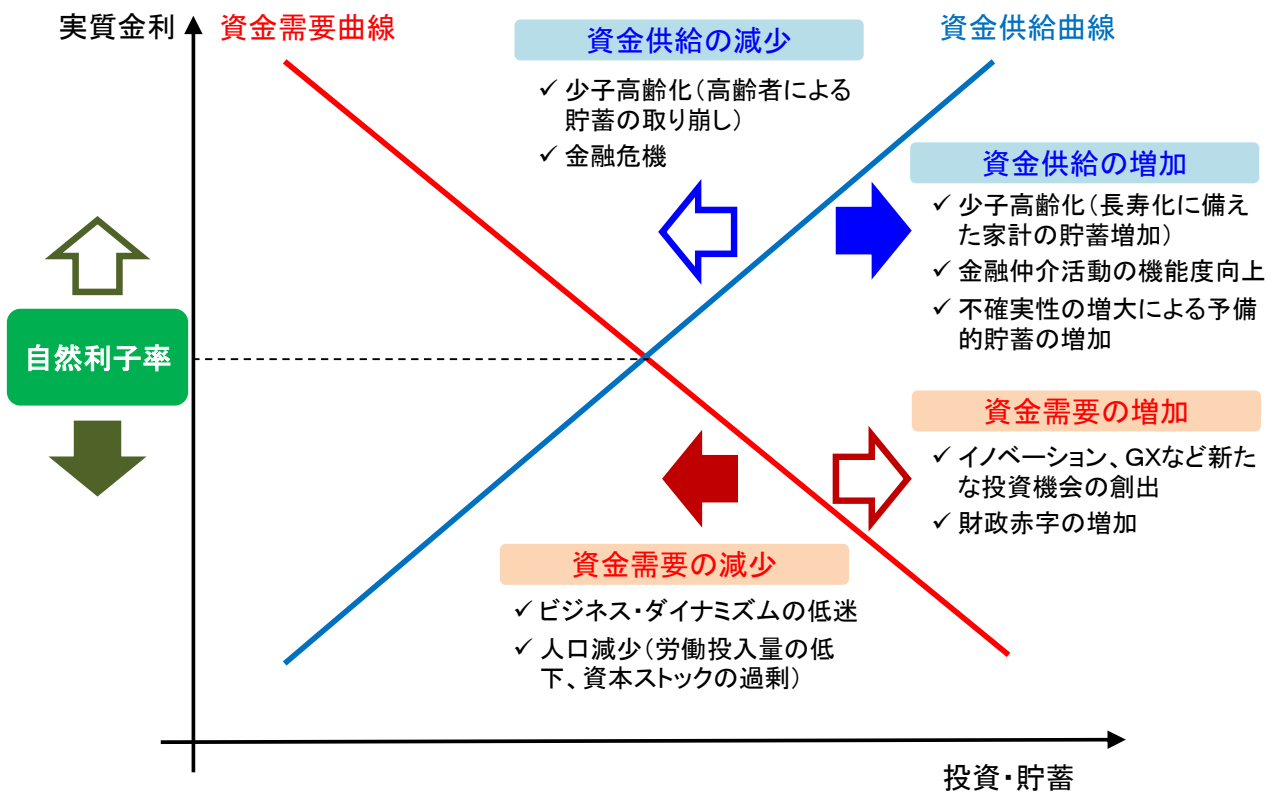
(注) ドイツの1990年以前は、西ドイツ。
 (出所) IMF、OECD

世界貿易：財は停滞、サービスは成長



(注) 輸出額と輸入額の合計 (米ドル建て)。その他商業サービスは、商業サービスのうち、旅行と輸送を除いたもの。
 (出所) WTO、Baldwin, R., "Robotics and Macroeconomics: Globalisation and Automation of the Service Sector," CEPR Press Discussion Paper, no. 17530 (2022).

自然利子率の決定要因

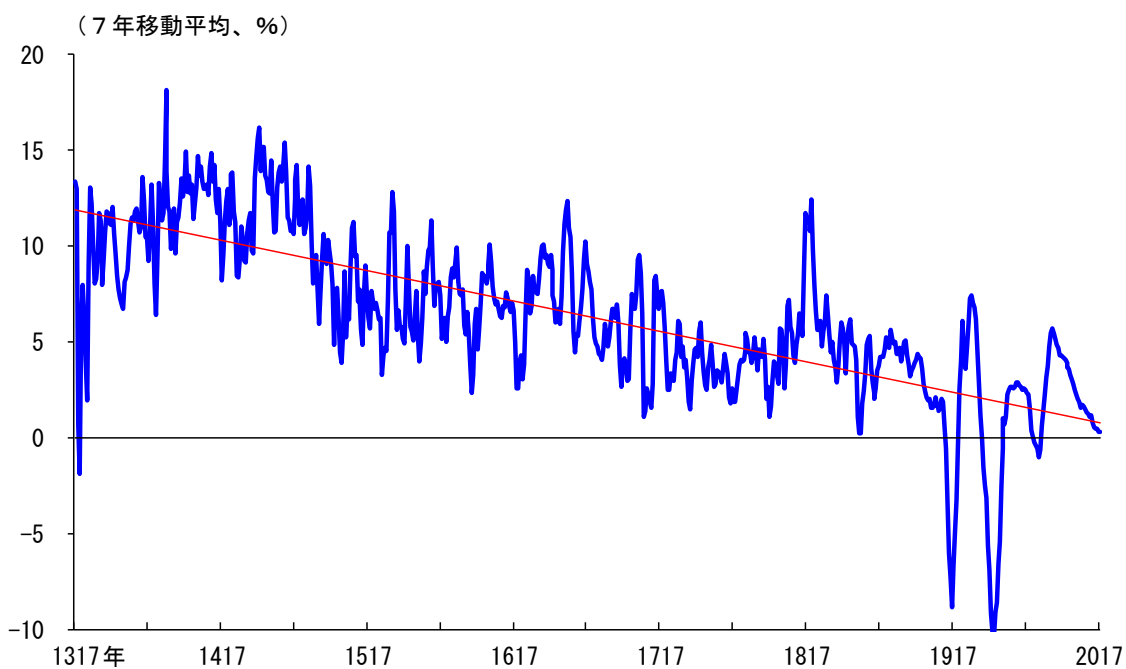


貨幣経済学の歴史

エピソード	時期	事象	経済学者	論点
価格革命	16～17世紀	長期的インフレ	ヒューム	・インフレ、デフレの利点・弊害 ・貨幣の中立性
銀行制限期	1797～1821年	デフレとインフレ	ソートン	・インフレ、デフレの弊害 ・物価の安定、金融システムの安定のための中央銀行
長期デフレ	19世紀末 (1873～1896年)	長期的デフレ	マーシャル、 フィッシャー、 ヴィクセル	・貨幣数量理論の進化
大不況	1929～1930年代 *国・地域により 違いあり	激しいデフレ	フィッシャー、 ケインズ	・デフレの弊害 ・有効需要の理論
大インフレ	1970年代 *国・地域により 違いあり	高インフレ	フリードマン、 ルーカス、 サージェント	・貨幣と期待の役割の再確認

7

グローバル実質金利の超長期推移：低下傾向



(注) イタリア、オランダ、フランス、スペイン、英国、ドイツ、米国、日本の8か国の入手可能なデータを用いて、各国GDPシェアでウエイト付けした名目金利とインフレ率を計算し、これらをもとにグローバル実質金利を算出。
 (出所) Schmelzing, P., "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311-2018," *Bank of England Staff Working Paper*, no. 845 (2020).

8

海外における政策目標を巡る議論

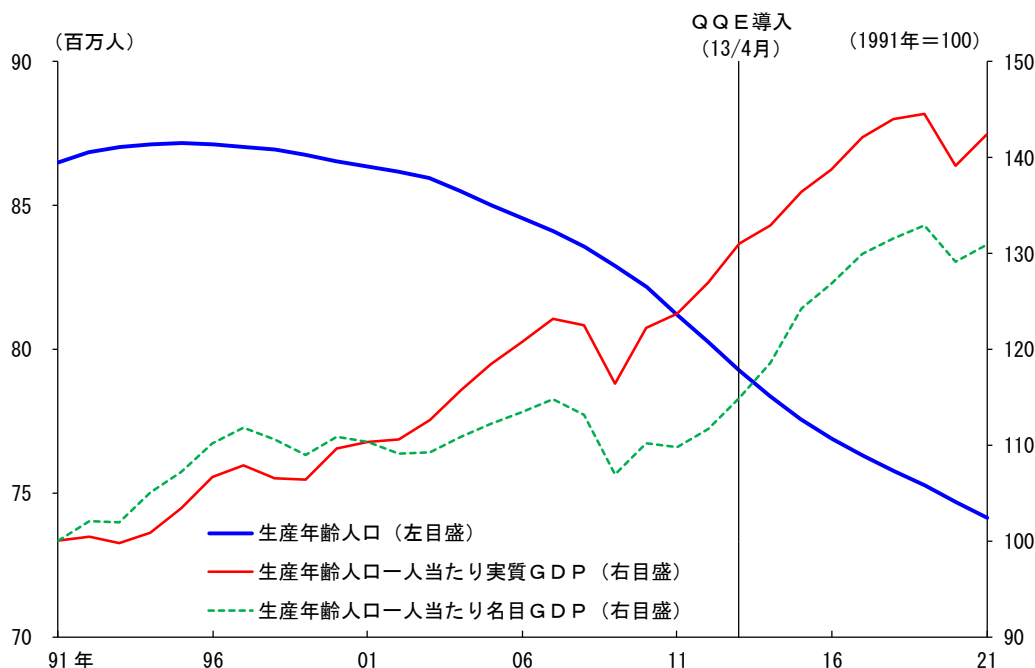
提案例	内容
物価上昇率目標の引き上げ	… 物価上昇率目標を（2%から）例えば3%や4%に引き上げる（Bernanke [2017]）
平均物価上昇率目標	… 複数年の平均的な物価上昇率を目標とする（Clarida [2019]）
物価水準目標	… 物価が例えば年2%で上昇するときの物価水準の経路を目標とする（Bernanke [2017]）
一時的物価水準目標	… ゼロ金利近傍にあるときだけ物価水準目標を適用し、それ以外のときには現在の2%物価上昇率目標を維持する（Bernanke [2017]）
物価上昇率目標レンジ	… 物価上昇率目標を、例えば毎年、ある一定のレンジ内で経済情勢に応じて決定する（Rosengren [2018]）
名目国内総生産（GDP）目標	… 名目国内総生産の成長率あるいは水準を目標とする（Svensson [2019]）

(出所) Bernanke, B. S., "Temporary Price-Level Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy," The Brookings Institution, October 12, 2017, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/10/12/temporary-price-level-targeting-an-alternative-framework-for-monetary-policy/>; Clarida, R. H., "The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices," remarks at the 2019 U.S. Monetary Policy Forum, February 22, 2019; Rosengren, E. S., "Considering Alternative Monetary Policy Frameworks: An Inflation Range with an Adjustable Inflation Target," speech at the Money, Models, & Digital Innovation Conference, January 12, 2018; and Svensson, L. E. O., "Monetary Policy Strategies for the Federal Reserve," prepared for a presentation at the Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices at the Federal Reserve Bank of Chicago, June 5, 2019.

9

人口減少下での経済成長

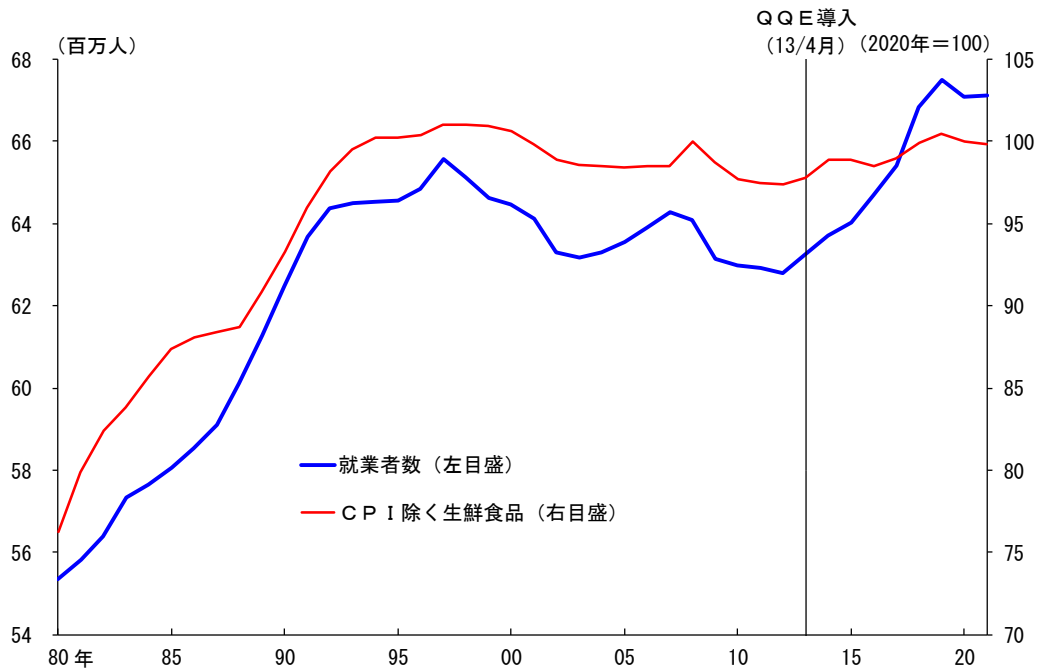
生産年齢人口と一人当たりGDP



(出所) 世界銀行

10

就業者数と物価：ともに上昇



(注) C P I は、1997年以降の消費税率引き上げの直接の影響を除いたベース。
(出所) 総務省

日米の成長分解

$$GDP = \overset{(a)}{\text{総人口}} \times \underbrace{\frac{\overset{(b)}{\text{就業者}}}{\text{総人口}} \times \frac{\overset{(c)}{\text{総労働時間}}}{\text{就業者}}}_{\text{一人当たり GDP}} \times \frac{\overset{(d)}{GDP}}{\text{総労働時間}}$$

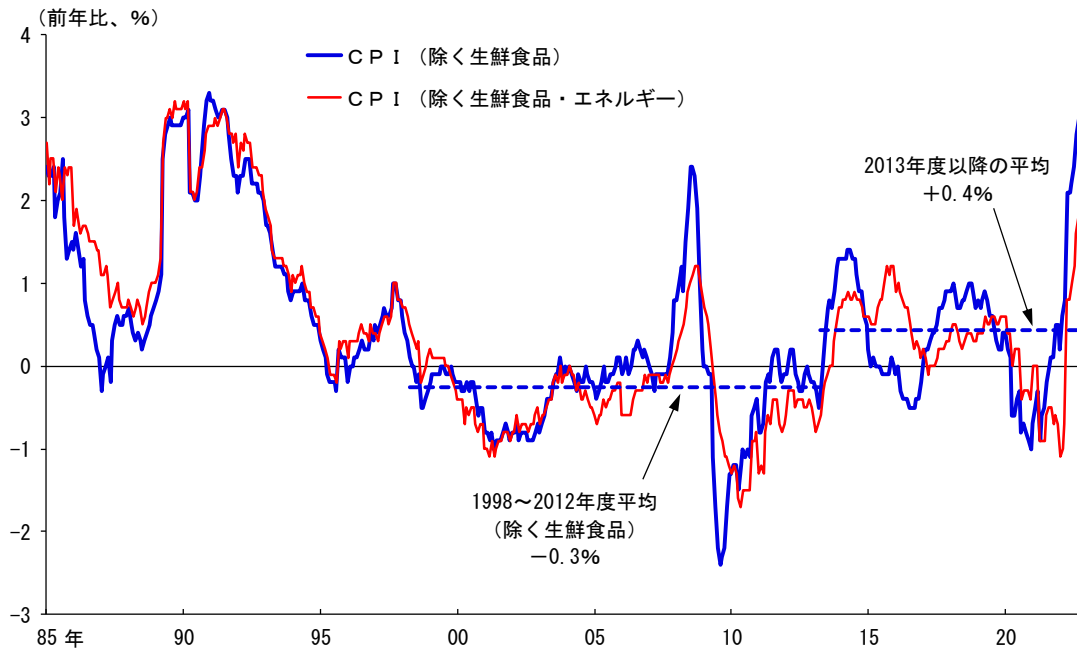
日本

米国

	日本 (平均、%)						米国 (平均、%)					
	GDP	総人口	一人 当たり GDP	就業者 /総人口	一人 当たり 労働時間	時間 当たり GDP	GDP	総人口	一人 当たり GDP	就業者 /総人口	一人 当たり 労働時間	時間 当たり GDP
	(a)	(a)		(b)	(c)	(d)	(a)	(a)	(b)	(c)	(d)	
1990年代	1.6	0.3	1.3	0.1	-1.2	2.4	3.2	1.2	2.0	0.1	-0.0	1.9
2000年代	0.5	0.1	0.4	-0.2	-0.5	1.0	1.9	1.0	1.0	-0.5	-0.4	1.9
2010年代	1.2	-0.1	1.3	0.6	-0.4	1.2	2.3	0.7	1.6	0.5	0.1	1.0

(出所) 黒田東彦 (2022) 「日本における物価変動と金融政策の役割——米国・コロンビア大学における講演の邦訳——」 2022年4月22日。

CPI 上昇率：平均的にデフレでない状況に



(注) 1997年以降の消費税率引き上げの直接の影響を除いたベース。
(出所) 総務省