

特殊性か類似性か？

—— 金融政策研究を巡る
日本のバブル崩壊後の経験 ——

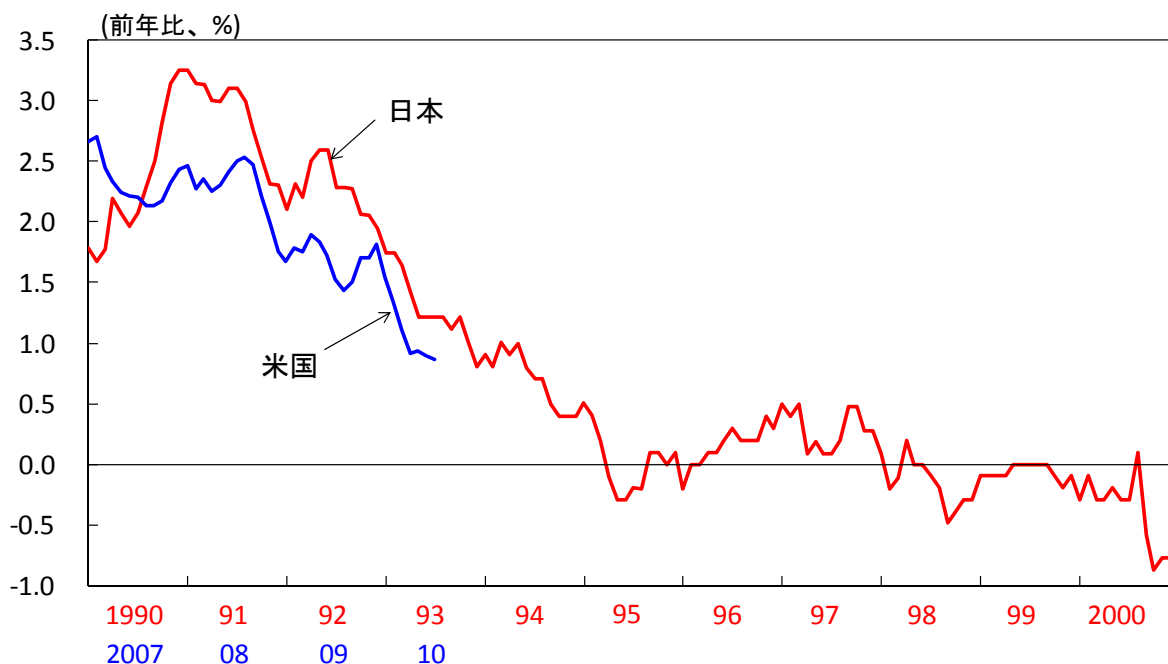
2010年9月16日
第2回IJCB秋季コンファランス

日本銀行総裁
白川 方明

図表1

コア消費者物価インフレ率

バブル崩壊後の物価動向は、今のところ似ているように見受けられる。



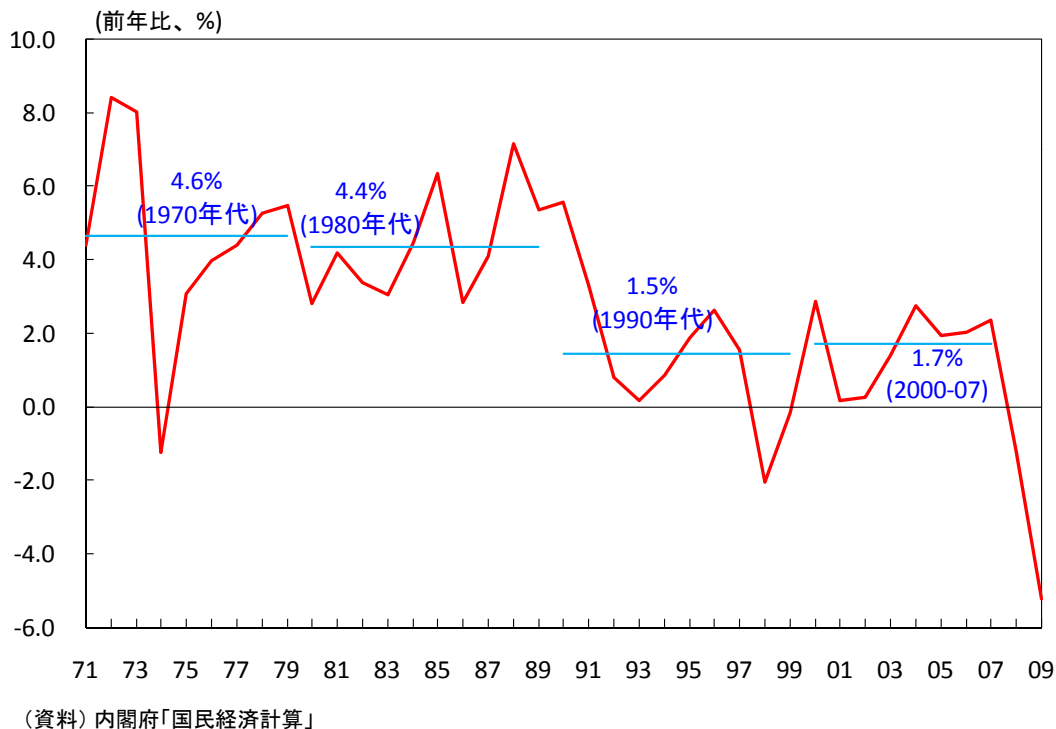
(備考) 日本のコア消費者物価指数は、総合指数から生鮮食品を除いたもの。また、日本の指数は、97年4月の消費税率の3%から5%への引き上げの影響を調整している。米国のデータは、07/1月から。

(資料) 総務省「消費者物価指数」、Bureau of Labor Statistics

図表2

日本の経済成長率

経済成長率は、「失われた10年」と呼ばれる1990年代に大きく減速。

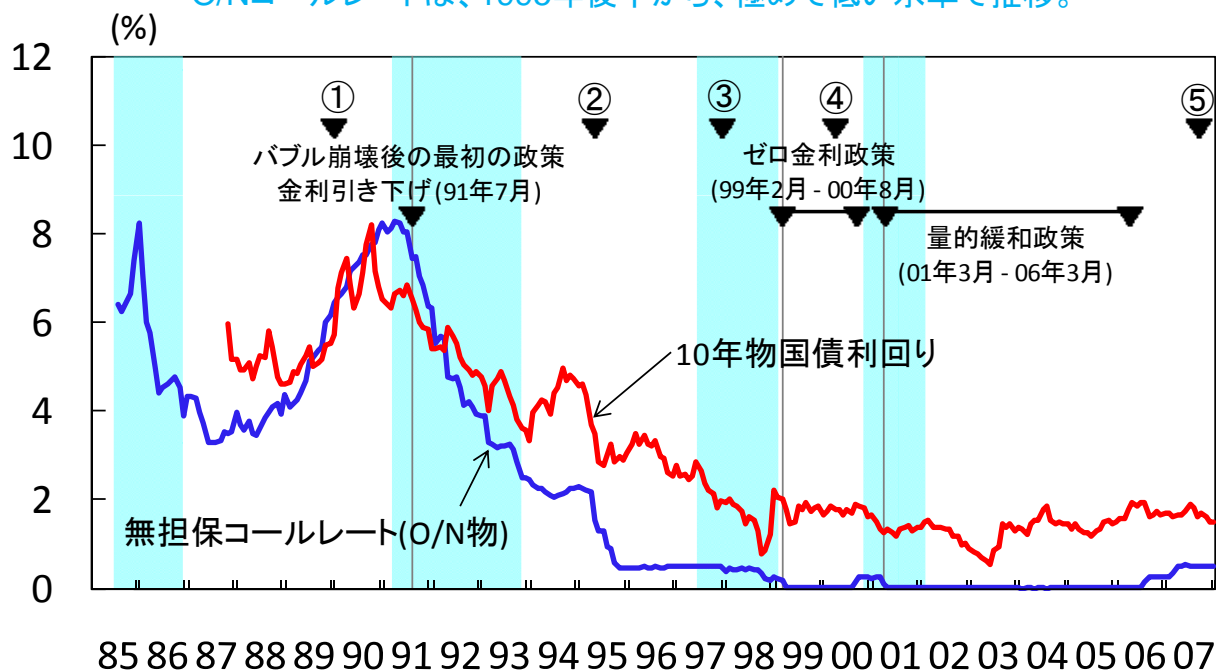


2

図表3

金融政策の推移

O/Nコールレートは、1995年後半から、極めて低い水準で推移。



(備考) 1. ①日経平均の最高値(89/12月)、②円・ドルレートの最高値(95/4月)、③山一証券破綻(97/11月)、④ナスダックの最高値(00/3月)、⑤パリティショック(07/8月)

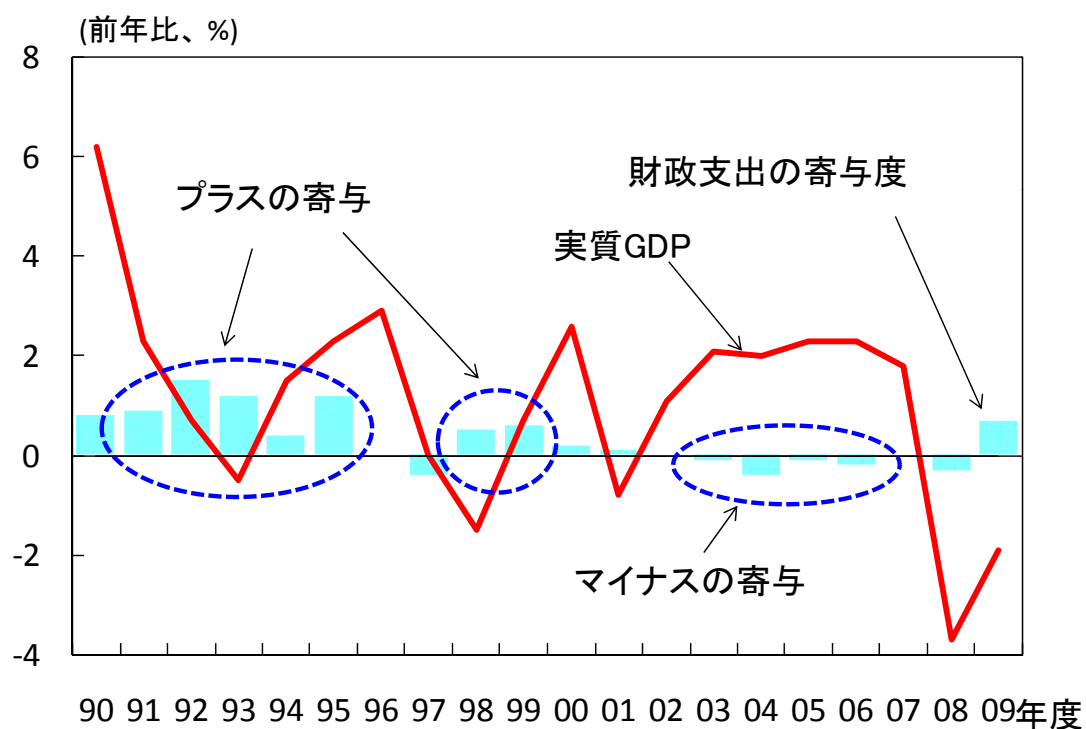
2. シャドー部分は景気後退局面。

(資料) Bloomberg、日本銀行「金融経済統計月報」

3

図表4

財政政策の推移



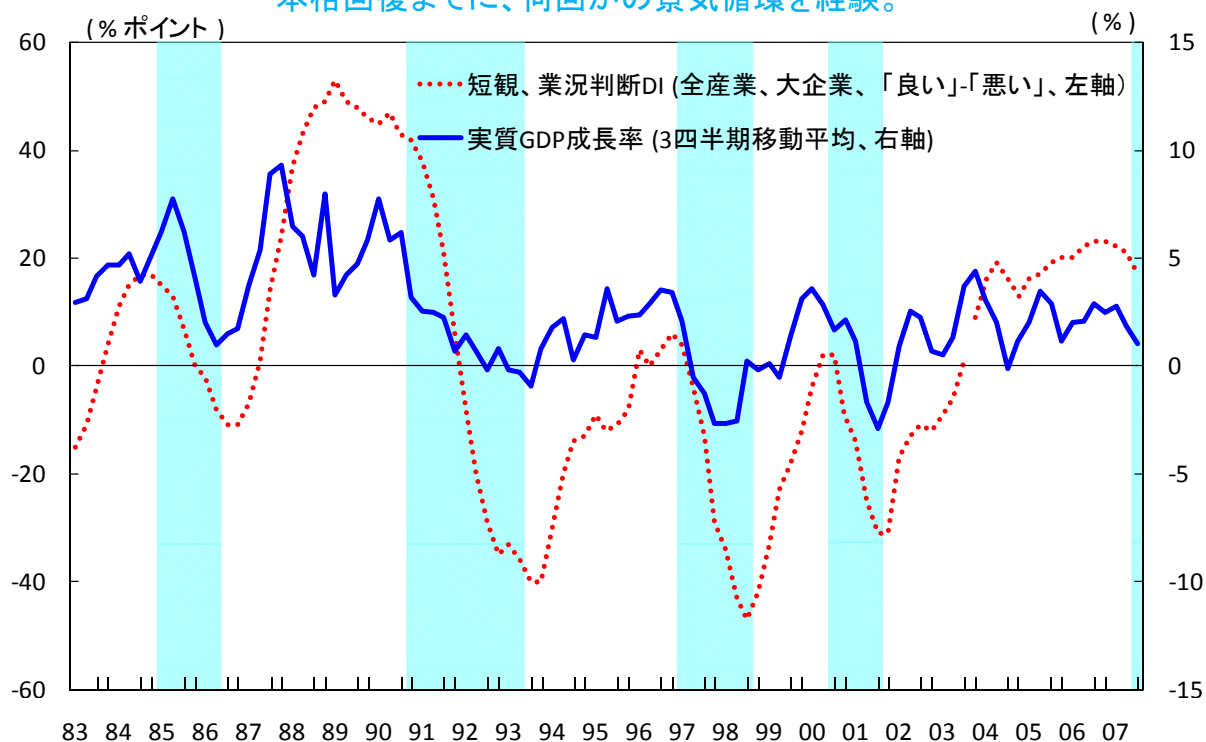
(資料) 内閣府「国民経済計算」

4

図表5

日本の景気循環

本格回復までに、何回かの景気循環を経験。



(備考) シャドー部分は景気後退局面。

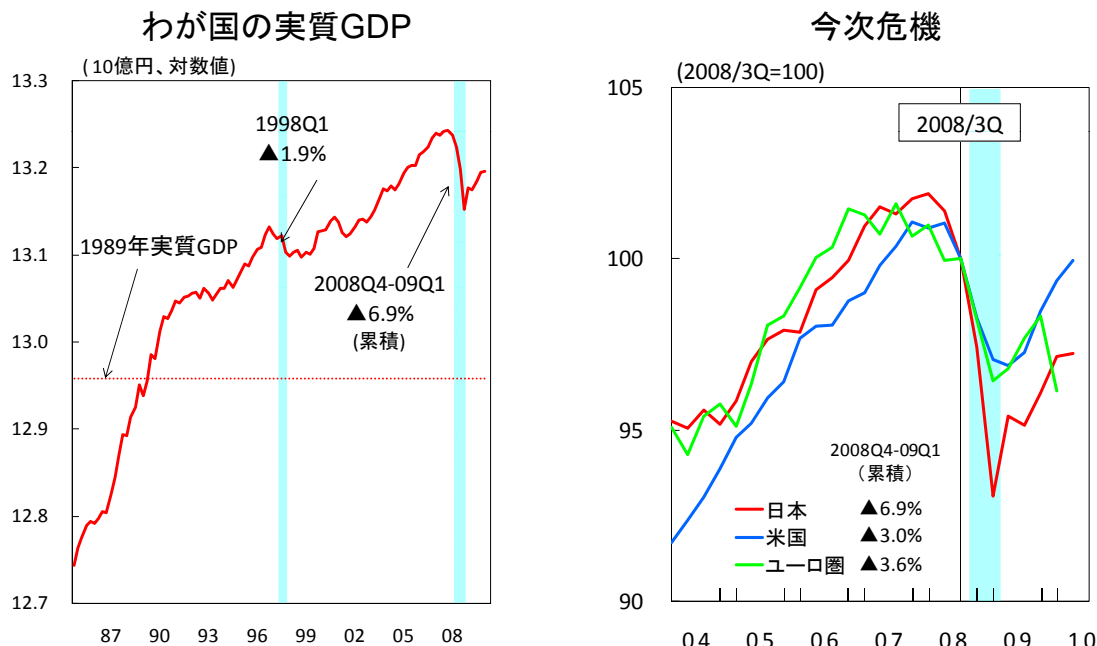
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「短期経済観測調査」

5

図表6

危機後の産出量の減少

日本の金融危機(1997-98年)後の産出量の落ち込みは、今回のグローバルな金融危機のそれよりも小さい。



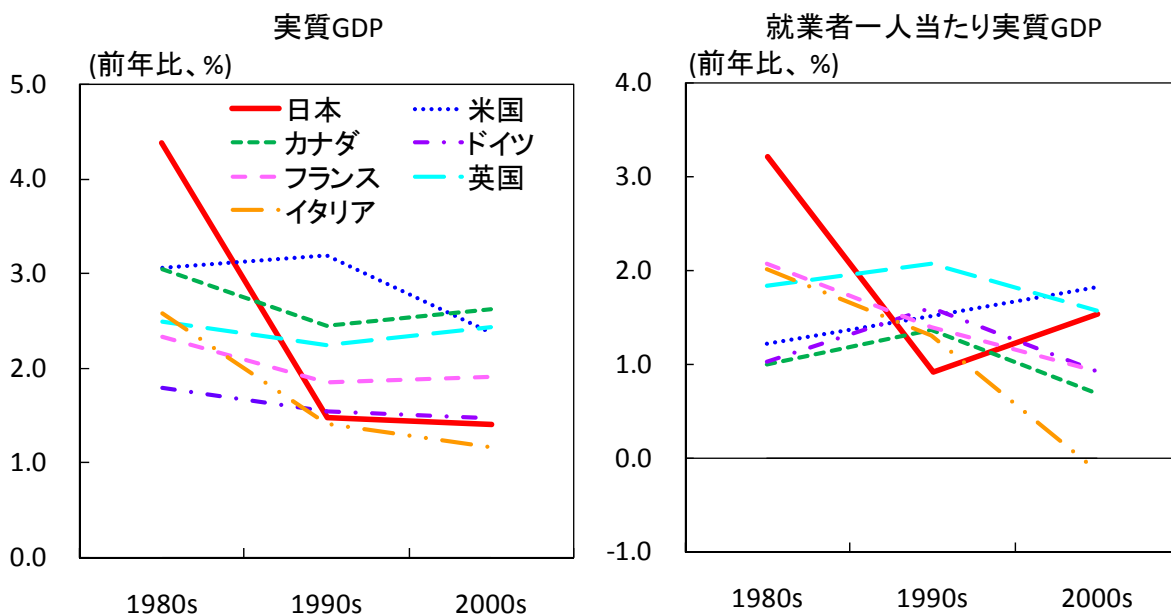
(資料) 内閣府「国民経済計算」、US Bureau of Economic Analysis、Eurostat

6

図表7

G7諸国の経済成長率

実質GDP成長率でみると、1990年代に日本はG7諸国でも下位グループに転落。もともと、就業者一人当たり実質GDP成長率でみると、1990年代に減速したとはいえ、米国とさほど遜色ないパフォーマンスを示している。



(備考) 1. 1980年代のドイツの数は西ドイツのもの。1990年代のドイツの数は、1992年から1999年の平均。

2. 2000年代の数は2000年から2008年の平均。

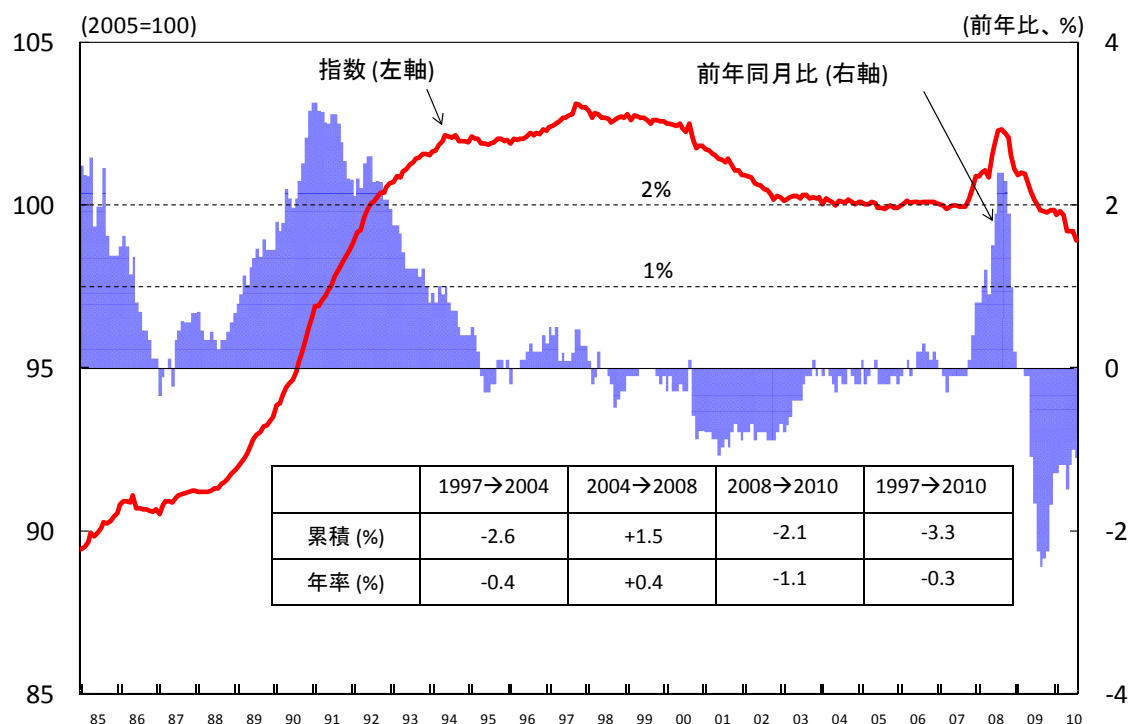
(資料) Organisation for Economic Co-operation and Development、各国政府統計

7

図表8

消費者物価

日本は、1998年以降、緩やかな物価下落を経験。



(備考) 数値は、消費税の導入(1989年、3%)と引き上げ(1997年、5%)の影響を調整している。

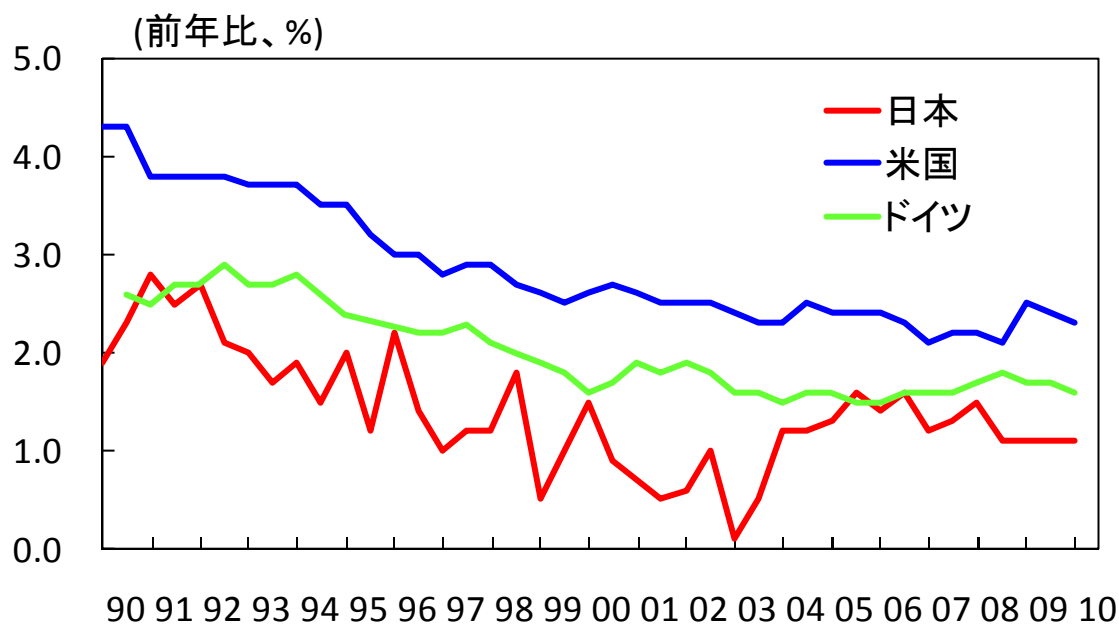
(資料)総務省「消費者物価指数」

8

図表9

長期的なインフレ予想

マーケットエコノミストによる長期的なインフレ予想は、1990年代末から2000年代初にかけて大きく低下したが、その後は、1%前後で安定的に推移。



(備考) 長期予測は、6年先から10年先にかけての数値。

(資料) www.consensus-economics.com <<http://www.consensus-economics.com/>>.

9

図表10

歴史的にみた日本の物価下落

日本の近年の物価下落は、大恐慌期に比べると小幅。

| 期間 | 国 | 累積 (%) | 年率 (%) |
|-----------|------|--------|--------|
| 1929-1933 | 米国 | -24.4 | -6.7 |
| | 英国 | -15.0 | -4.0 |
| | ドイツ | -23.0 | -6.3 |
| | フランス | -15.0 | -4.0 |
| | 日本 | -17.2 | -4.6 |
| 1997-2010 | 日本 | -3.3 | -0.3 |

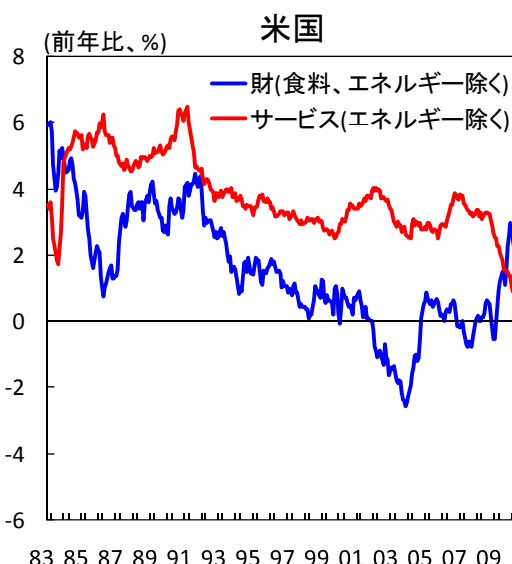
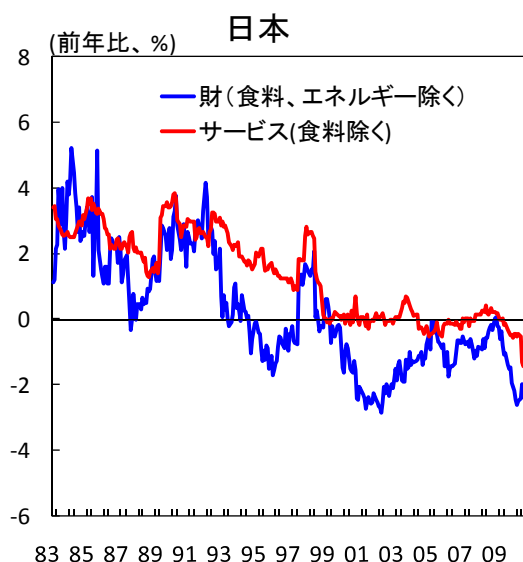
10

図表11

財とサービスにおける消費者物価

CPIインフレ率の日米格差は、主として日本のサービス価格の下落によって説明可能。

| 1998年から2007年までの累積変化率 | | | |
|----------------------|-------|-------|--------------|
| | 日本(a) | 米国(b) | (a)-(b) |
| CPI | -4.2 | +21.5 | -25.7 |
| 財の寄与度 | -4.1 | -0.7 | -3.4 |
| サービスの寄与度 | -0.1 | +22.2 | -22.3 |



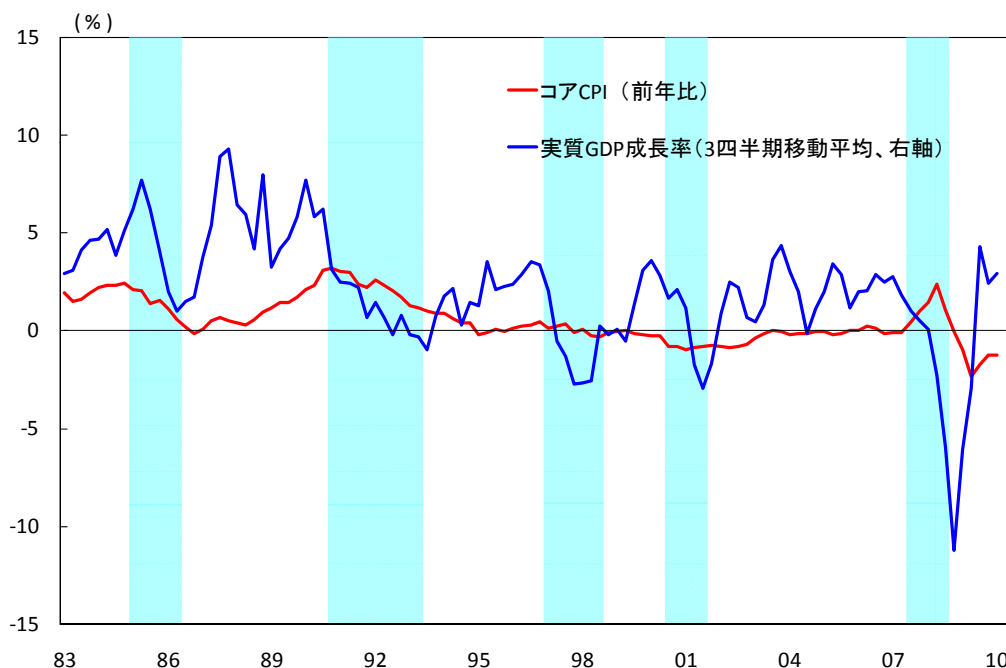
(資料) 総務省「消費者物価指数」、Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index.

11

図表12

経済成長と消費者物価

緩やかなデフレにもかかわらず、日本は、2002年から2007年にかけて、緩やかながら、戦後最長の景気回復を記録。



（備考）数値は、消費税の導入（1989年、3%）と引き上げ（1997年、5%）の影響を調整している。

（資料）総務省「消費者物価指数」

12

図表13

日本銀行による政策措置

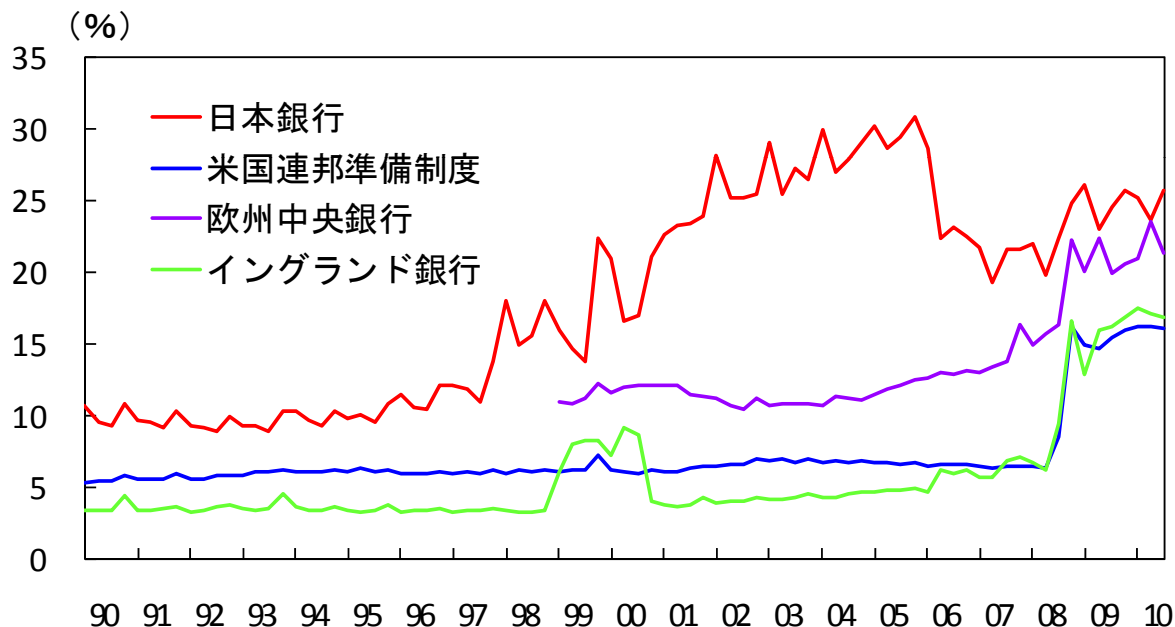
- 金融政策の枠組み：
 - － ゼロ金利政策（1999/2月～2000/8月）
 - O/Nコールレートを実質ゼロパーセントに誘導
 - デフレ懸念が払しょくされるまで、ゼロ金利を継続とのコミットメント
 - － 量的緩和政策（2001/3月～2006/3月）
 - 金融調節の操作目標をO/Nコールレートから日銀当座預金残高に変更
 - CPI（生鮮食品を除く）上昇率が安定的にゼロ以上になるまで量的緩和政策を継続するとのコミットメント
- オペ対象金融資産：
 - － 長期国債の買入れ（量的緩和政策期間中の累積額の対名目GDP比率は13%、2006/3/10日時点の保有残高は同13%）
 - － 信用緩和
 - ABCP、ABSの買入れ
 - 金融機関保有株式の買入れ
 - CPLレポ

13

図表14

主要国中銀の資産規模

中央銀行バランスシート規模の対名目GDP比率は、1995～2006年にかけての日本銀行の拡大が最も顕著。



(備考) 1. 直近の数字は、2010年8月末のバランスシートの規模と2010年第2四半期の名目GDPとの比。

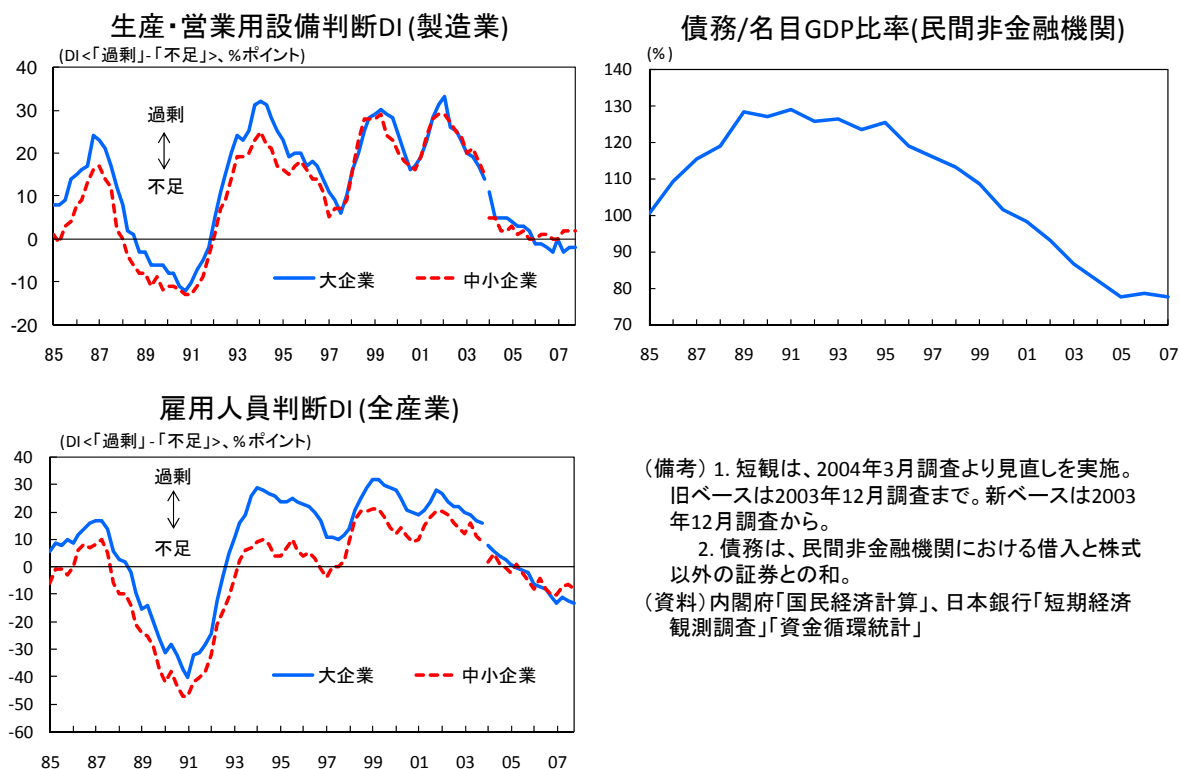
2. イングランド銀行のバランスシートは、TARGETシステム(ユーロの決済システム)への加入に伴う技術的要因により、1999年から2000年にかけて一時的に増加している。

(資料) 日本銀行、Board of Governors of the Federal Reserve System、European Central Bank、Bank of England.

図表15

「3つの過剰」

本格的な回復には、「3つの過剰」解消が不可欠。

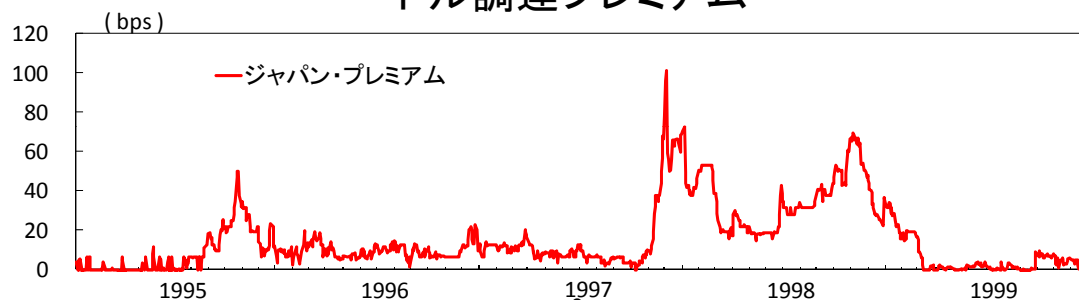


図表16

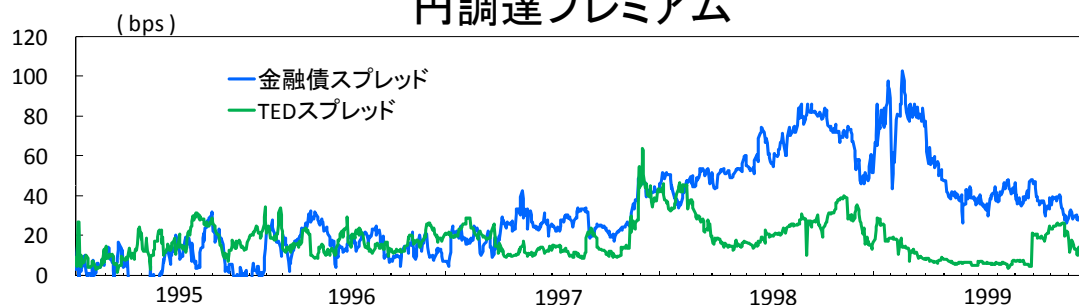
インターバンク資金市場における各種スプレッド

日本のインターバンク資金市場は、1997～98年にかけて不安定化。

ドル調達プレミアム



円調達プレミアム



(備考)「ジャパン・プレミアム」は東京三菱銀行(現・三菱東京UFJ銀行)が提示するLIBORと非日系金融機関が提示するLIBORの平均値との差。金融債スプレッドは、日本興業銀行(現・みずほコーポレート銀行)発行の5年物の金融債と5年物国債利回りとの差。

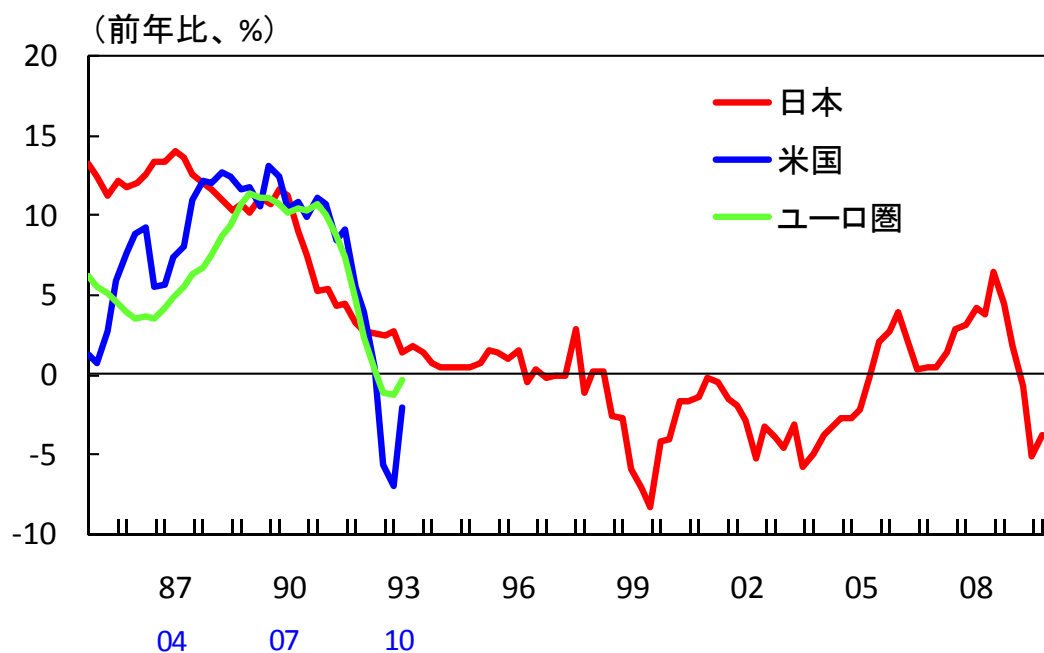
(資料) Bloomberg

16

図表17

銀行貸出

銀行貸出は、バブル崩壊後、伸びが大きく鈍化し、その後も、長期にわたって低迷。



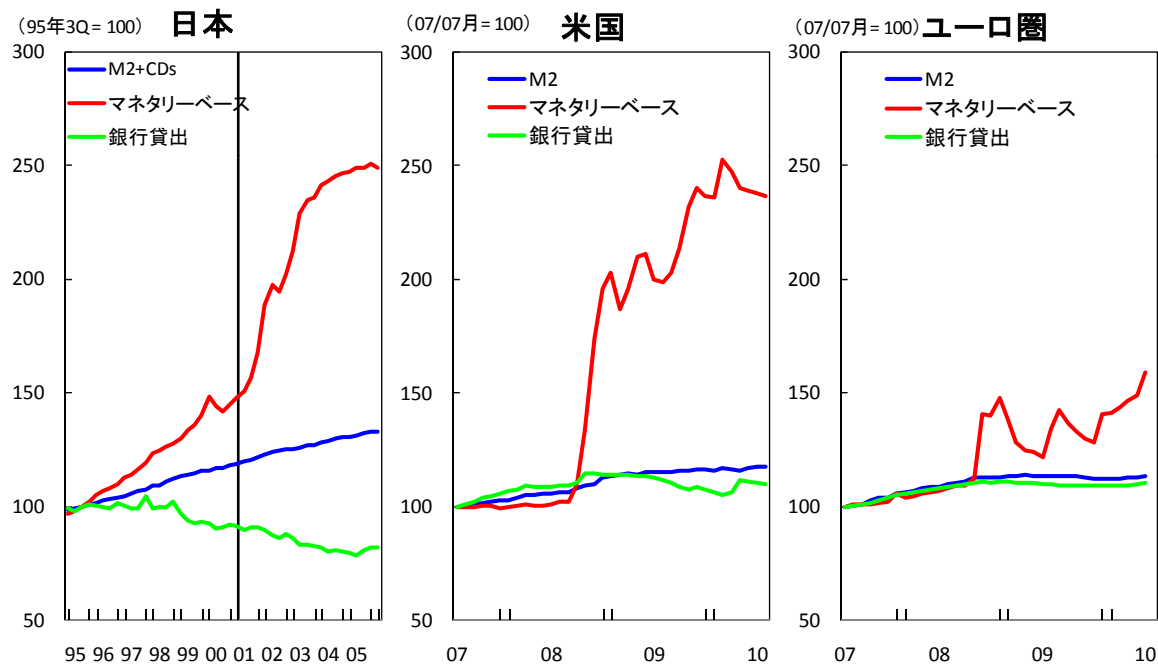
(資料) 日本銀行、Board of Governors of the Federal Reserve System、European Central Bank

17

図表18

マネタリーベースと広義マネー

マネタリーベースの増加は、広義マネー、銀行貸出いずれの増加にも結び付かず。



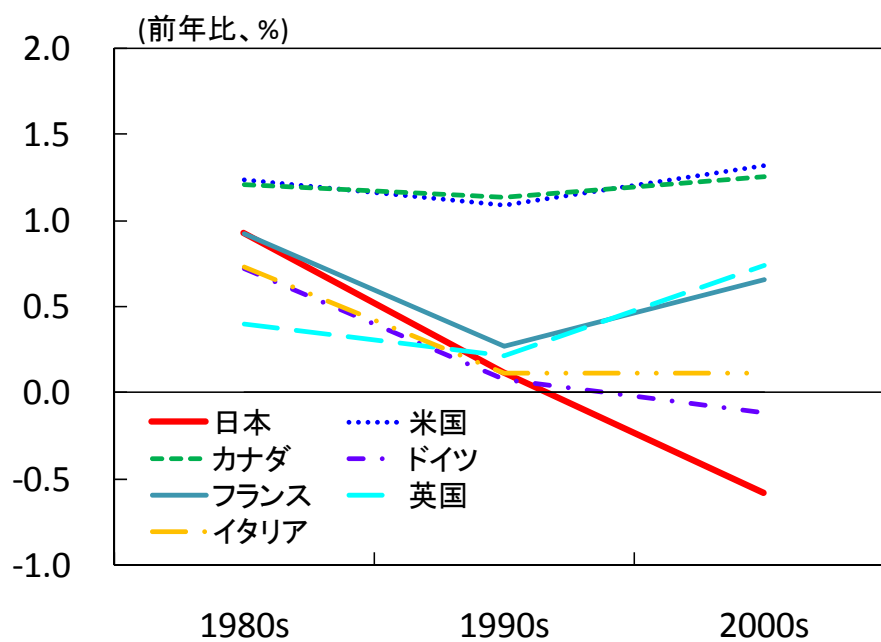
(資料) 日本銀行、Board of Governors of the Federal Reserve System、European Central Bank

18

図表19

労働力の伸び

日本の労働人口の低下トレンドは、G7諸国の中でも最も顕著。



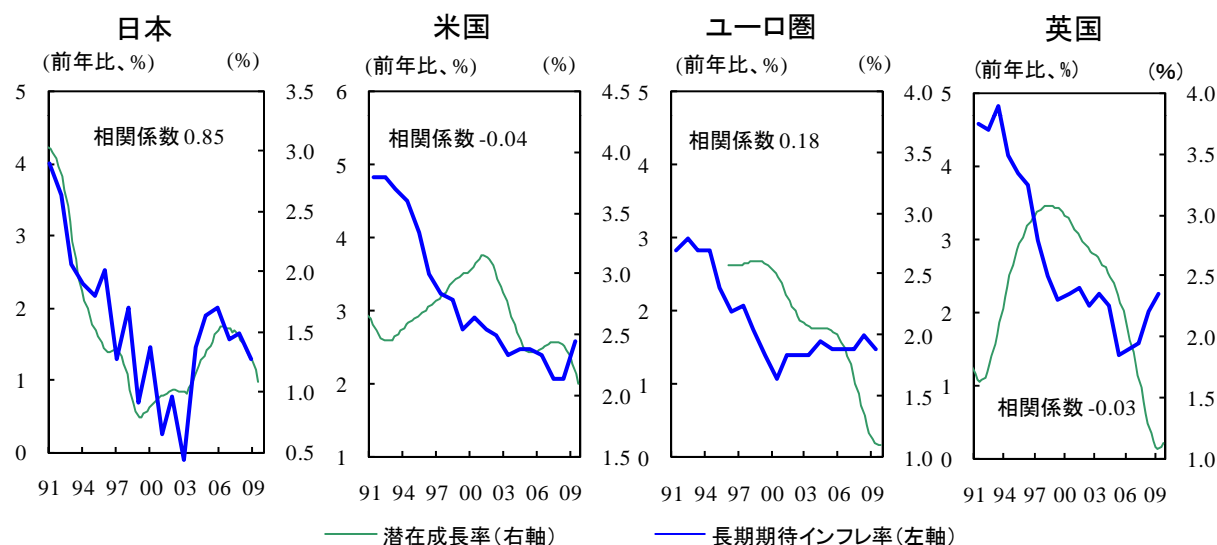
(資料) Organisation for Economic Co-operation and Development

19

図表20

潜在成長率と 長期的なインフレ予想

日本においてのみ、潜在成長率と長期的なインフレ予想の間に、有意なプラスの相関が観察される。



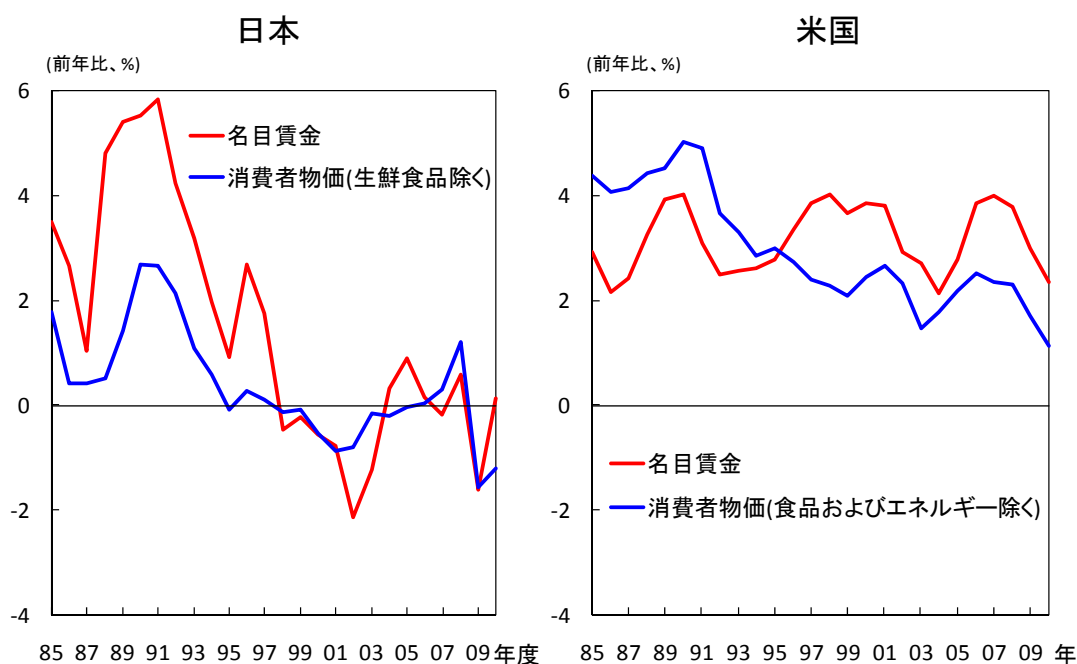
(備考) 1. 予想インフレ率は、5～10年先の消費者物価見通し(各年4月時点と10月時点の平均値)。潜在成長率については、日本は日本銀行調査統計局の試算値、米国はCBOの推計、ユーロ圏と英国はHPフィルタによる。
 2. ユーロ圏の2002年以前の予想インフレ率はドイツの値。
 3. 相関係数は、1991年～2009年の値(ユーロ圏は1996年～2009年)。
 (資料) 木村 他 (2010)

20

図表21

消費者物価と名目賃金

日本において、名目賃金の下方硬直性は、1990年代後半に解消。



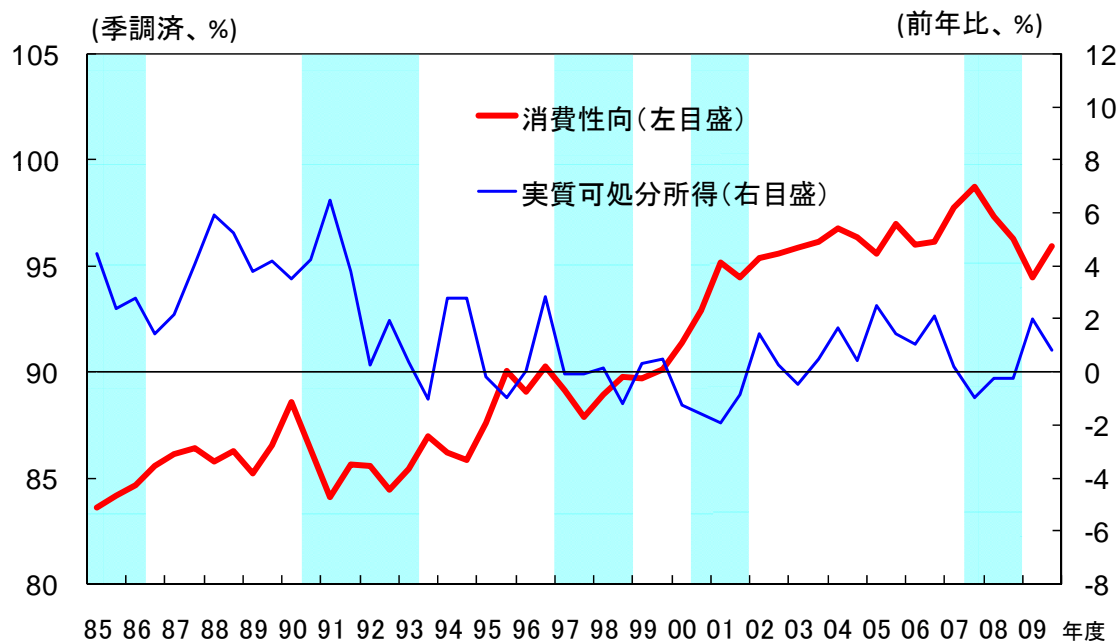
(備考) 名目賃金は時間あたり。日本の消費者物価の数値は、消費税の導入(3%、1989年)と引き上げ(5%、1997年)の影響を調整している。
 (資料) 総務省「消費者物価指数」、Ministry of Health, Labour and Welfare、US Bureau of Labor Statistics

21

図表22

消費性向

消費性向は、緩やかな物価下落のもとで、実は上昇。



(備考)シャドー部分は景気後退局面。

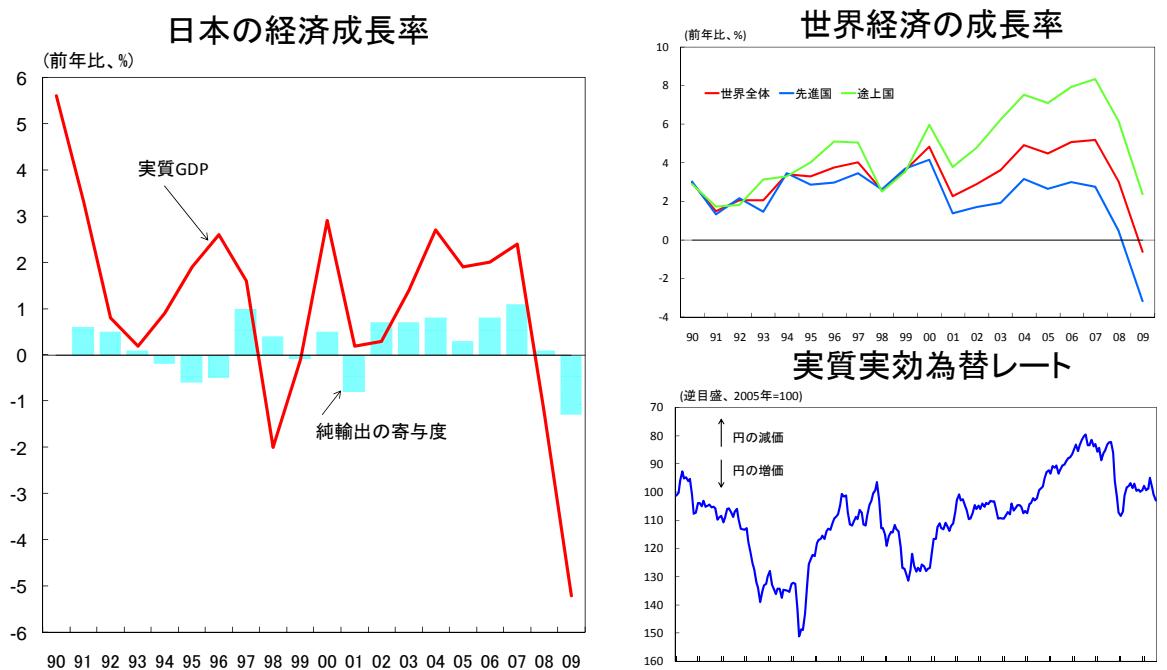
(資料)日本銀行「経済・物価情勢の展望」2010年4月(図表44)

22

図表23

世界経済と日本

日本の回復は、外需への依存が大。外需増加には、グローバル経済の成長のほか、円の減価も影響。



(備考)実質実効為替レートは、BIS算出の広義インデックスに基づく。

(資料)International Monetary Fund、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「金融経済統計月報」

23