

BBLセミナー

「金融政策と物価」

2007年7月30日

株式会社 **大和総研**

特別理事

田谷 禎三

通貨及び金融の調整の理念

日本銀行法第2条

「日本銀行は、通貨及び金融の調整を行うに当っては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする。」

物価安定の定義： 「「物価の安定」についての考え方
(2006年3月10日)」から

「消費者物価指数の前年比で表現すると、0~2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きく異ならないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。」

こうした見方は、1年ごとに点検されることになっており、今年、点検された結果、変更なし、となった。

量的緩和からの脱却と その後の利上げの背景

1. 量的緩和からの脱却開始：2006年3月（直近のコアCPI変化率 1月 0.5%）
背景となった経済物価見通し：2005年10月の「展望レポート」における
政策委員の大勢見通し

	実質経済成長率	コア消費者物価変化率
2005年度	2.2%	0.1%
2006年度	1.8%	0.5%

2. 0.25%への利上げ：2006年7月（直近のコアCPI変化率 5月 0.6%）
2006年4月「展望レポート」における政策委員の大勢見通し

	実質経済成長率	コア消費者物価変化率
2006年度	2.4%	0.6%
2007年度	2.0%	0.8%

3. 0.5%への利上げ：2007年2月(直近のコアCPI変化率 12月 0.1%)
2006年10月「展望レポート」における政策委員の大勢見通し

	実質経済成長率	コア消費者物価変化率
2006年度	2.4%	0.3%
2007年度	2.1%	0.5%

最近2年間の実績

	実質経済成長率	コア消費者物価変化率
2005年度	2.4%	0.1%
2006年度	2.1%	0.1%

政策委員の大勢見通し：現在

－対前年度比、％。なお、＜ ＞内は政策委員見通しの中央値。

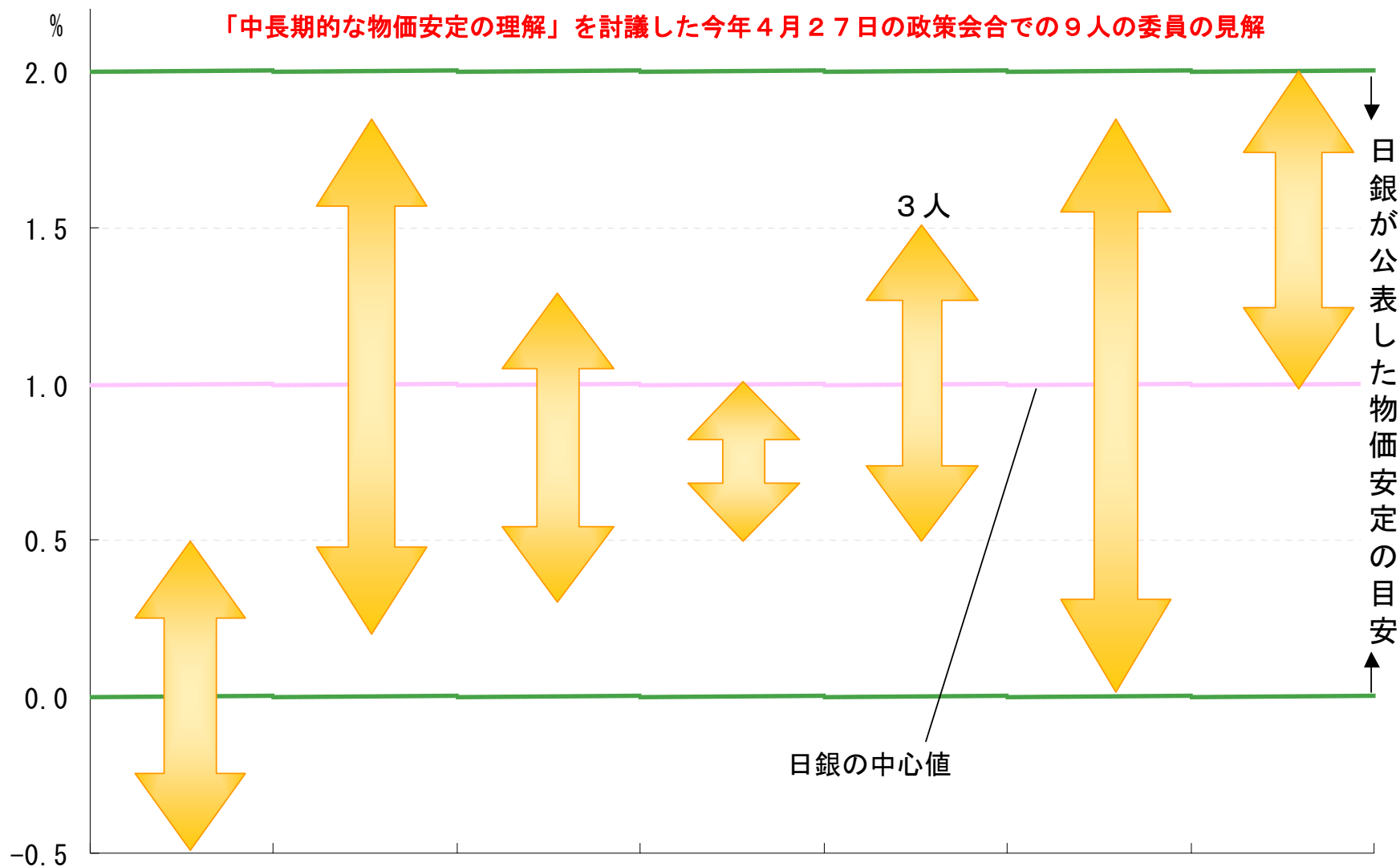
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2007年度	+2.0～+2.1 ＜+2.1＞	+0.7～+0.8 ＜+0.7＞	+0.0～+0.2 ＜+0.1＞
2008年度	+2.0～+2.3 ＜+2.1＞	+0.8～+1.0 ＜+0.8＞	+0.4～+0.6 ＜+0.5＞

コアCPI変化率は若干高めに予想している
きらいがあるのではないか

(注) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2007年4月)

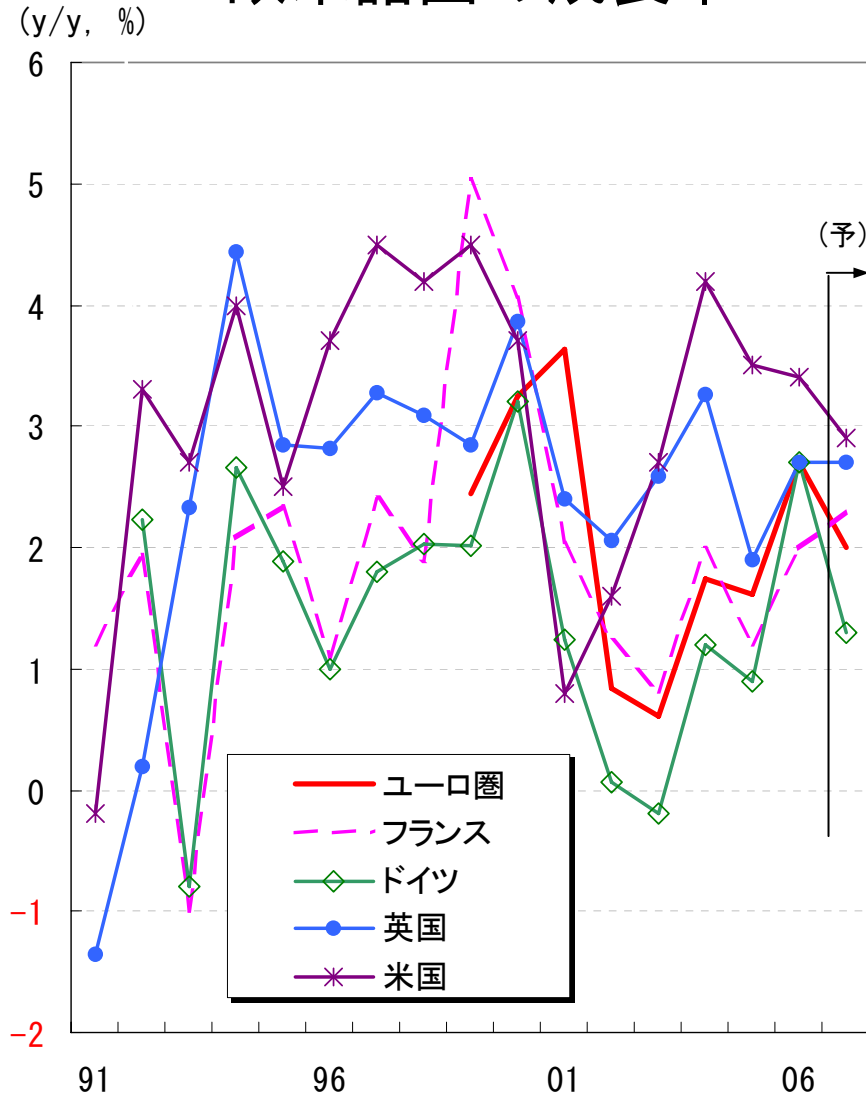
日銀 9 委員が示した望ましい物価上昇率



資料：日本経済新聞 (5月14日月曜日)

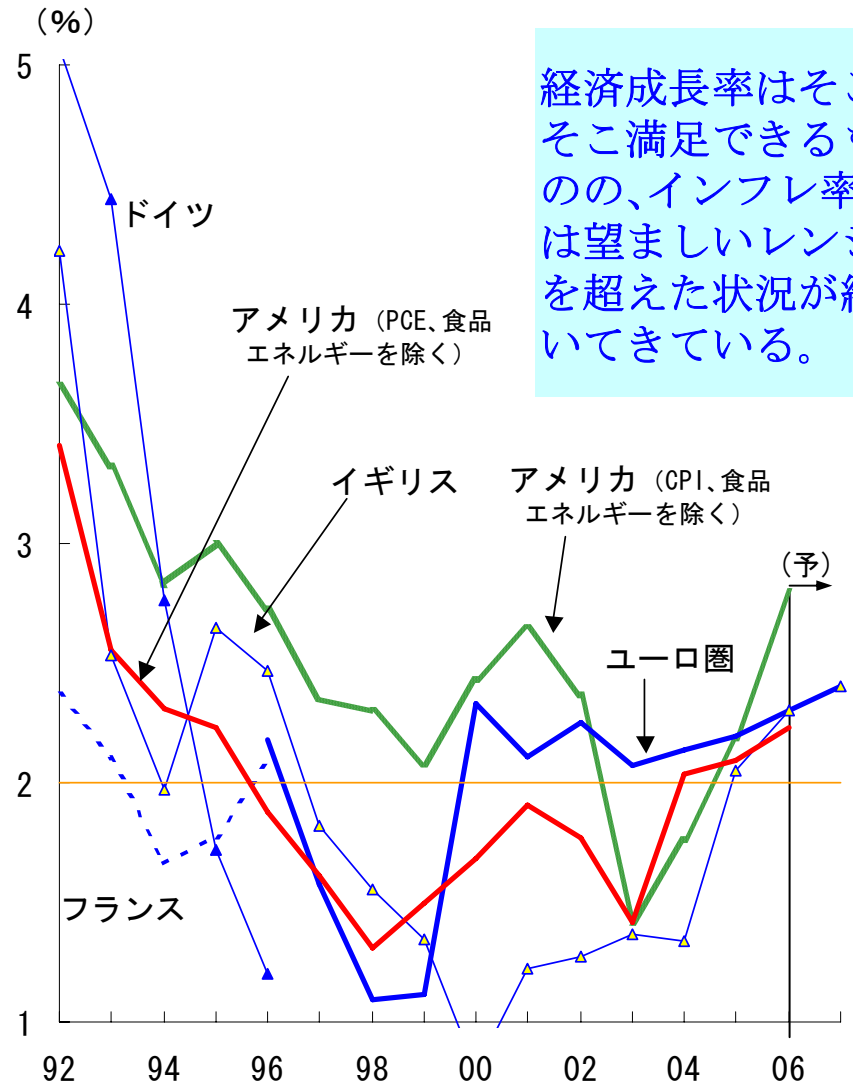
欧米諸国金融政策の背景 1

欧米諸国の成長率



出所：IMF、EU

欧米諸国の物価変化率



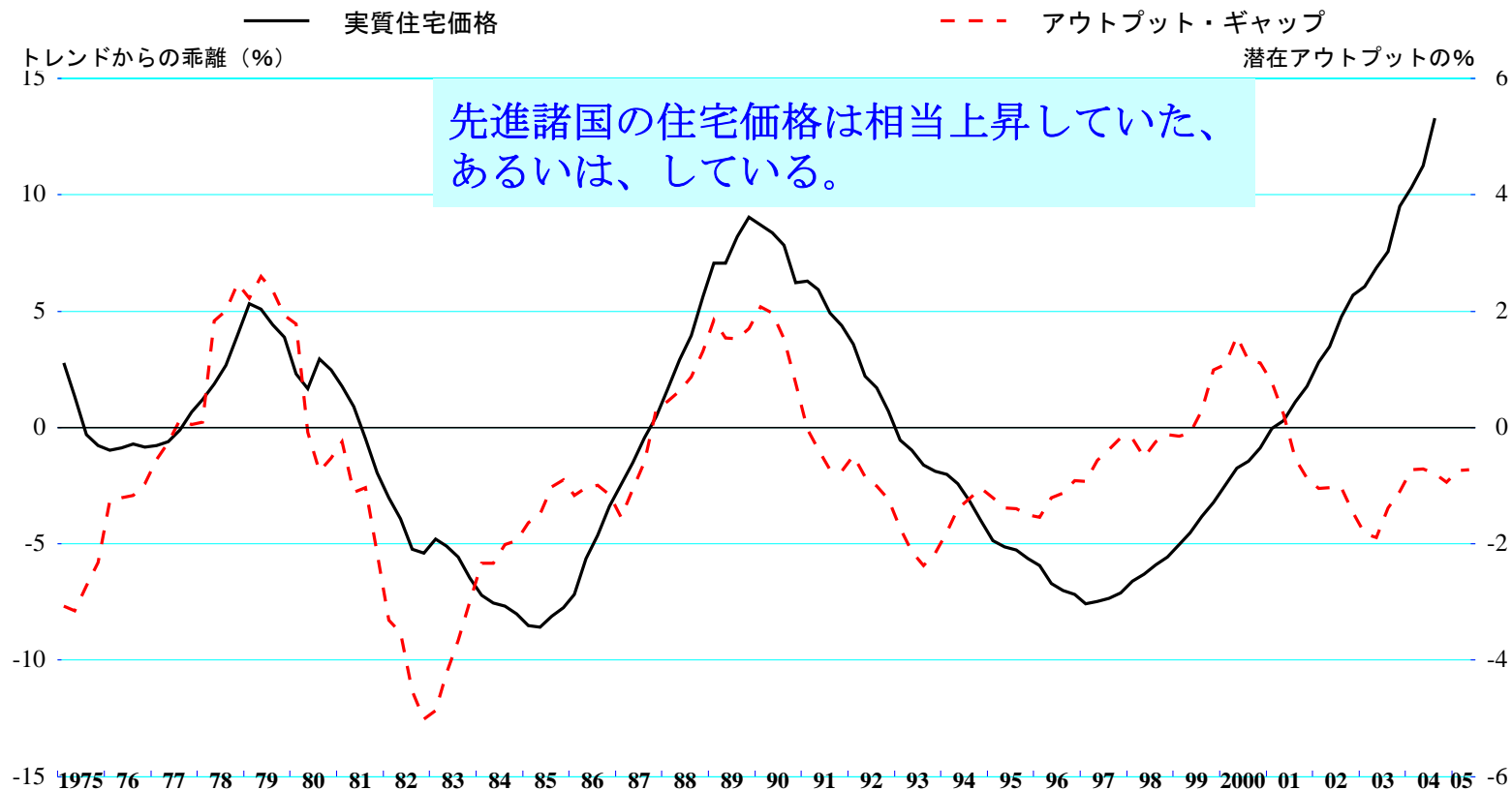
経済成長率はそこそこ満足できるものの、インフレ率は望ましいレンジを超えた状況が続いてきている。

出所：IMF、U.S. Department of Labor

注：06年については8月の前年同月比。その他は消費者物価指数（総合）

欧米諸国の金融政策の背景 2

OECD諸国の実質住宅価格と景気循環

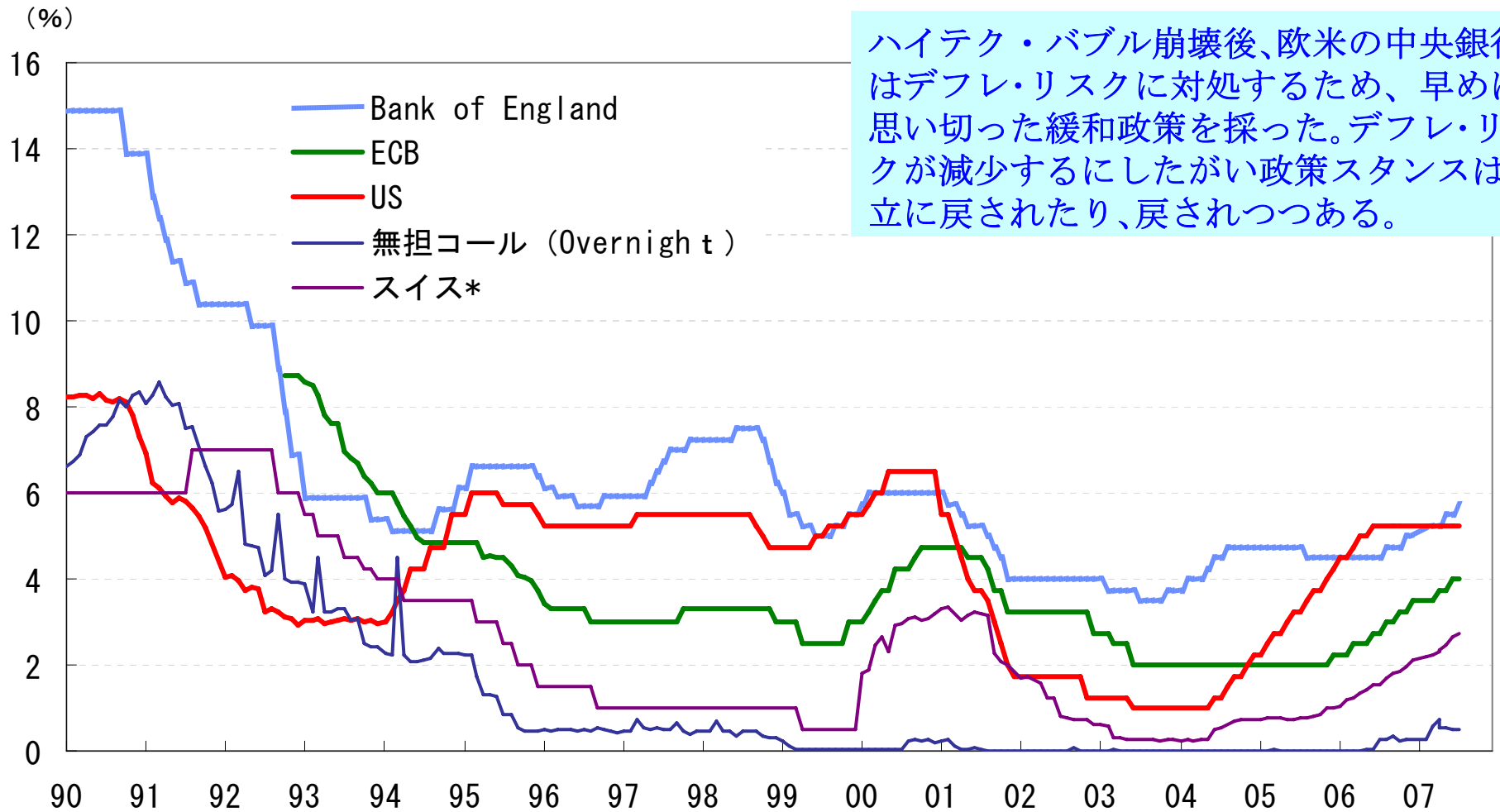


実質住宅価格は線型トレンドを想定してトレンド部分を除去している。

OECD合計値は、2000年の各国GDPをそれぞれの購買力平価で評価したものをウェイトにを使って計算している。

出所：“ARE HOUSE PRICES NEARING A PEAK? A PROBIT ANALYSIS FOR 17 OECD COUNTRIES”
OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS No.488
by Paul van den Noord

政策金利の推移

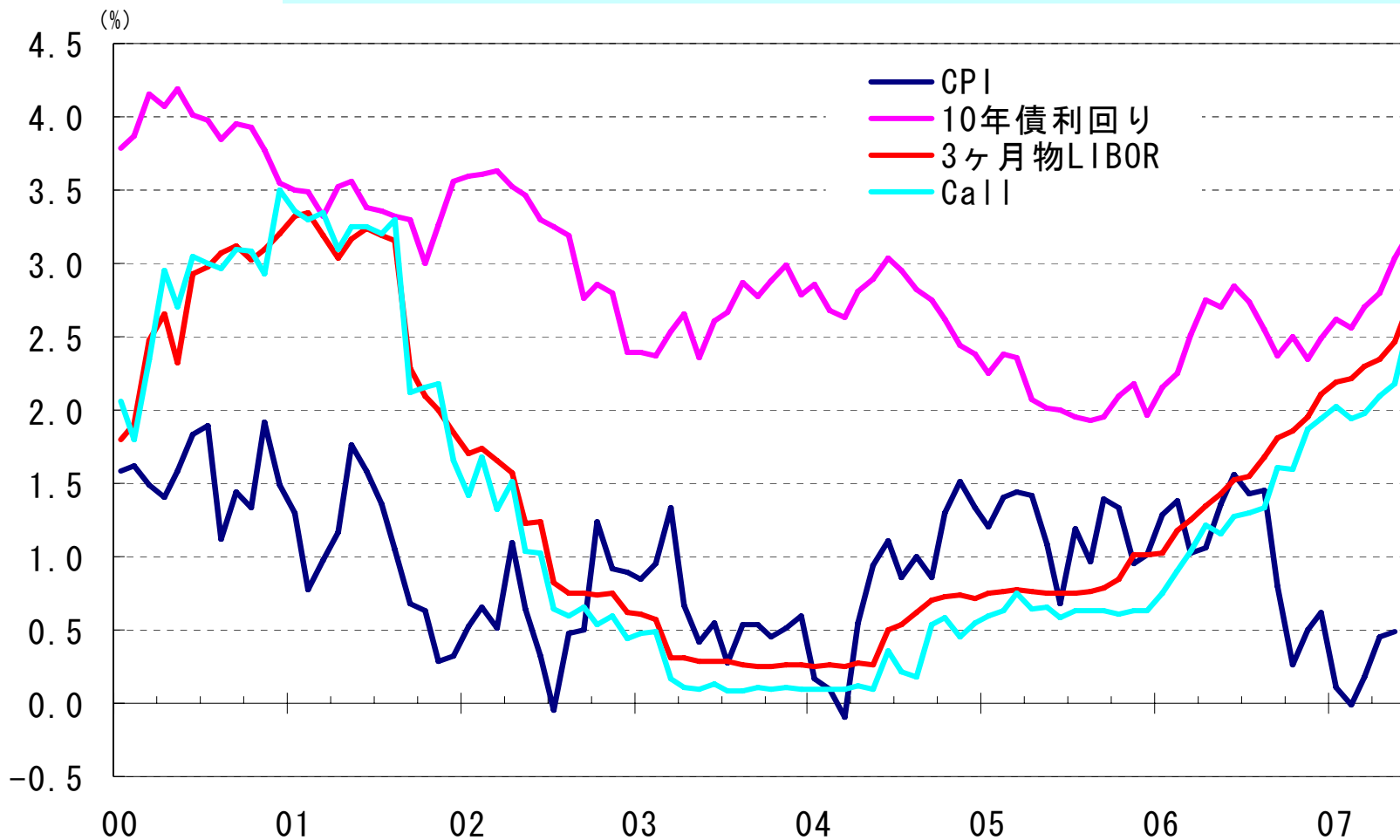


(07/7/25)

*: スイスの金利は、2001年5月までは公定歩合、それ以降はスイス国立銀行LIBOR3ヶ月

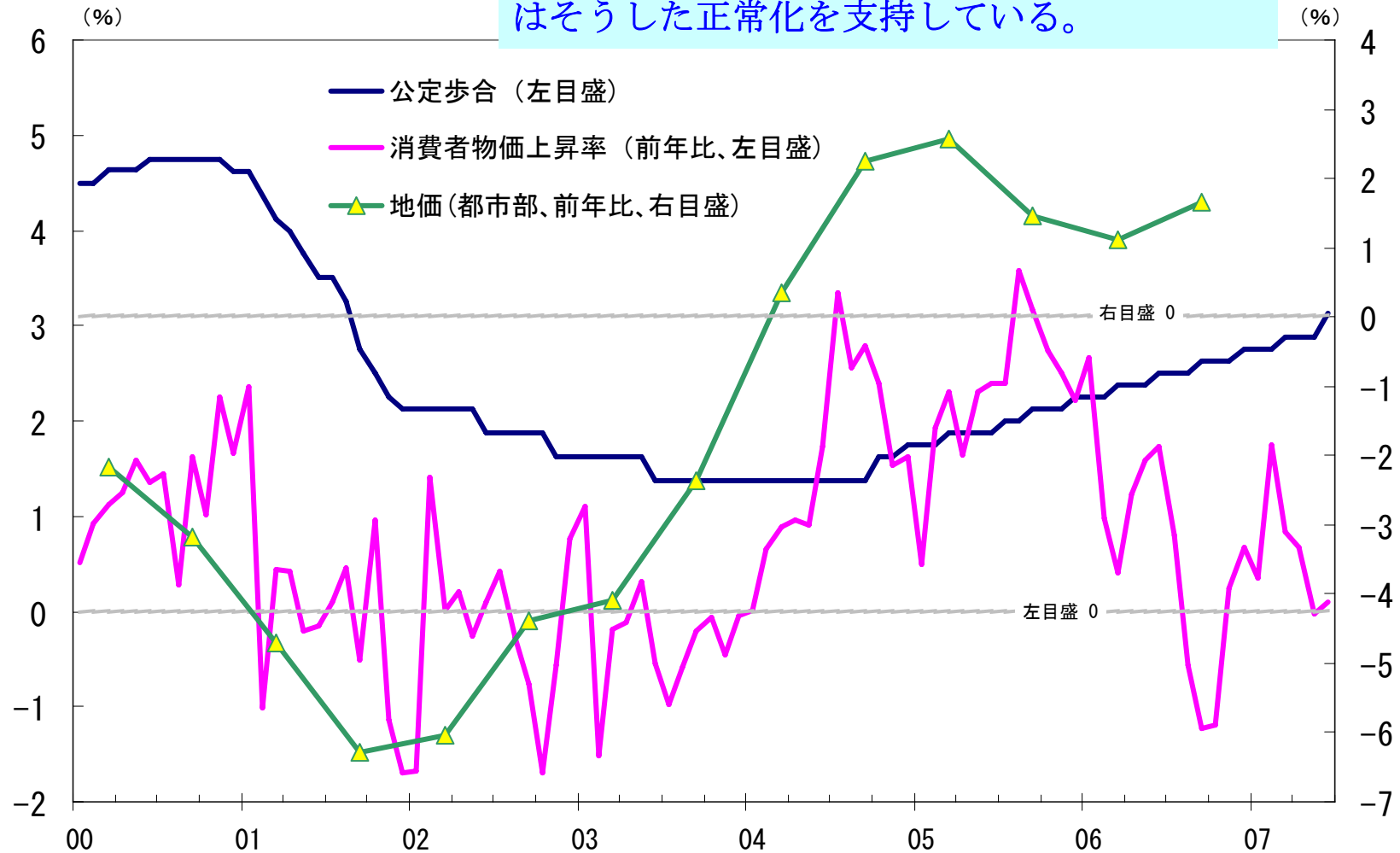
スイスの金利と物価

金利の正常化を続ける中で、物価変化率が時としてゼロにも達することがあったが、基本的に日本とは物価変化率の水準が異なる。



台湾の金利と物価

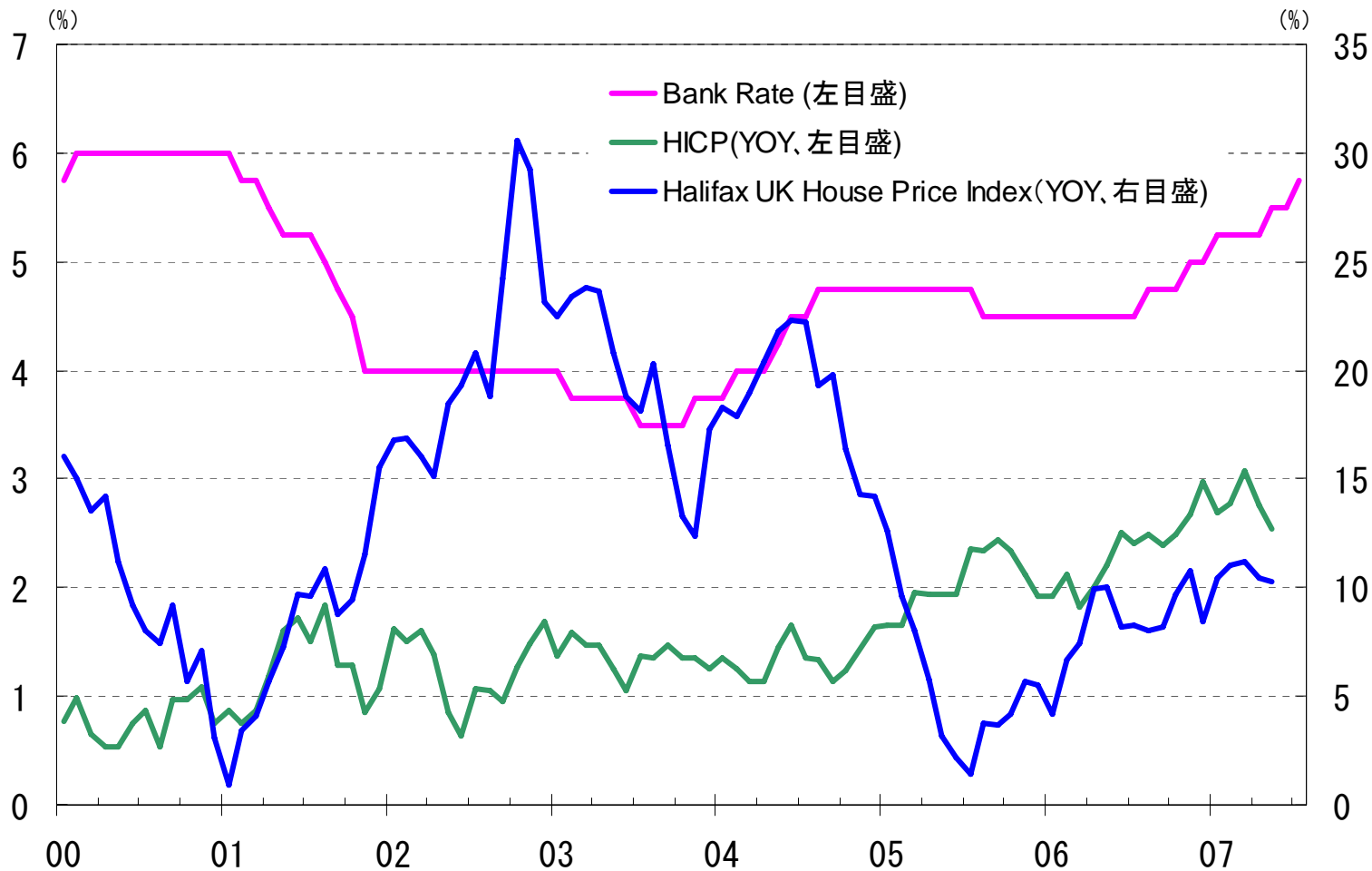
スイスと共に日本の物価情勢に似た台湾でも金利の正常化が進展した。物価、地価の動きはそうした正常化を支持している。



出所:CEIC

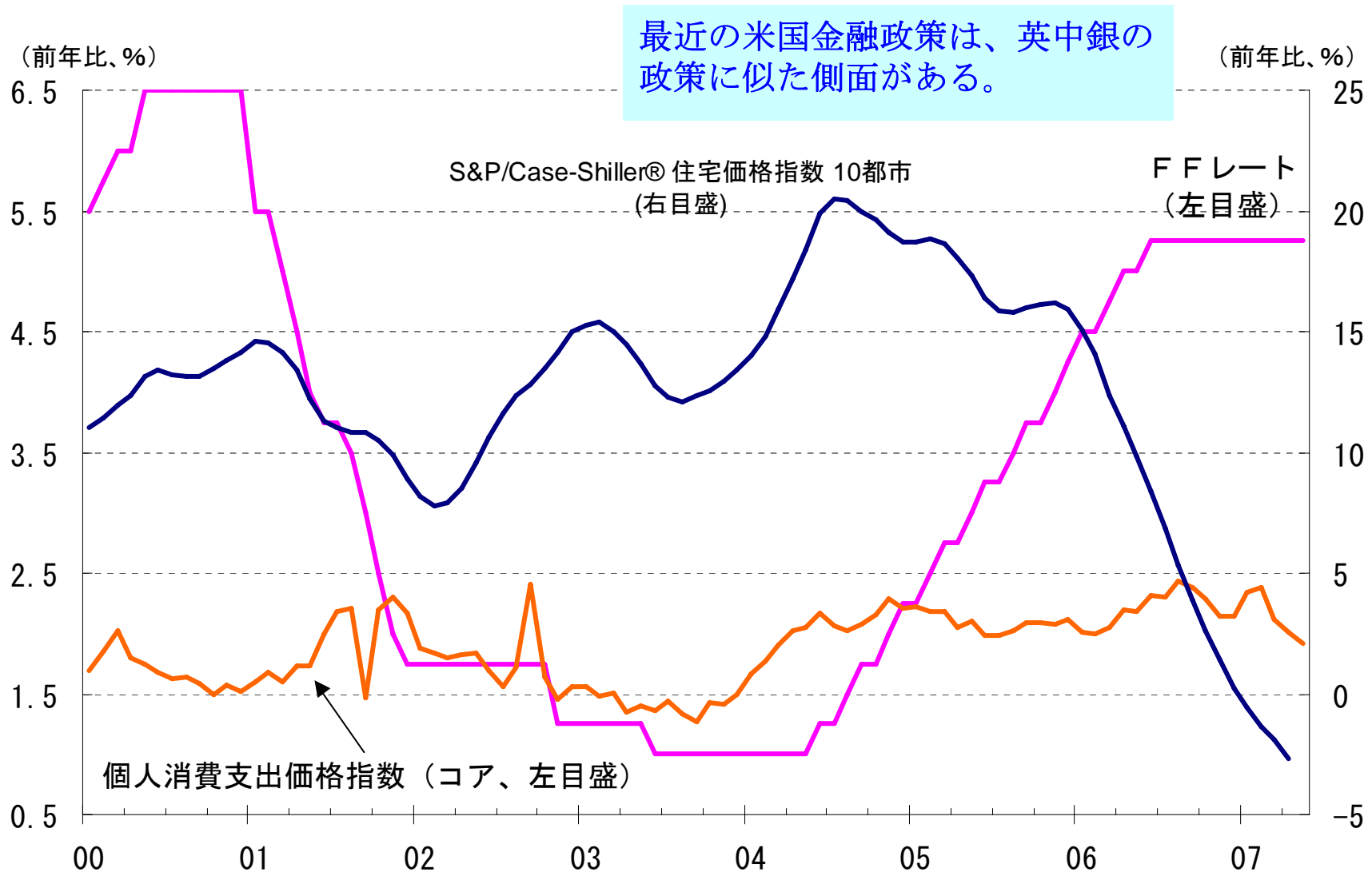
イギリスの金利と物価

物価変化率が目標水準以下でも金利の引き上げを行うことがあったが、その後の物価動向を見れば英中銀の見方は正しかった。また、金融政策は住宅価格の動向に左右されてきている。



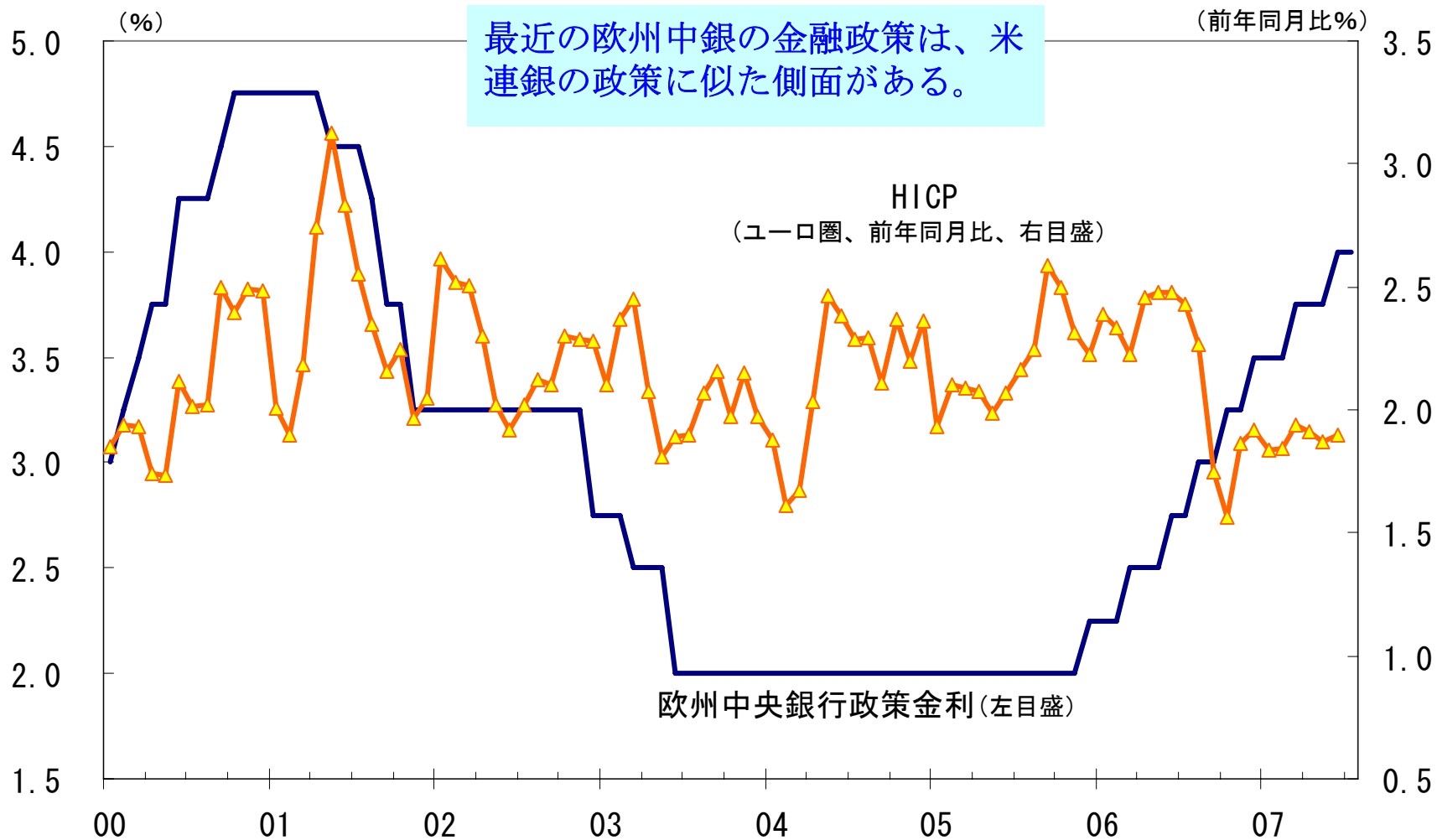
出所: Bank of England, CEIC, HBOS plc

米国の金利と物価



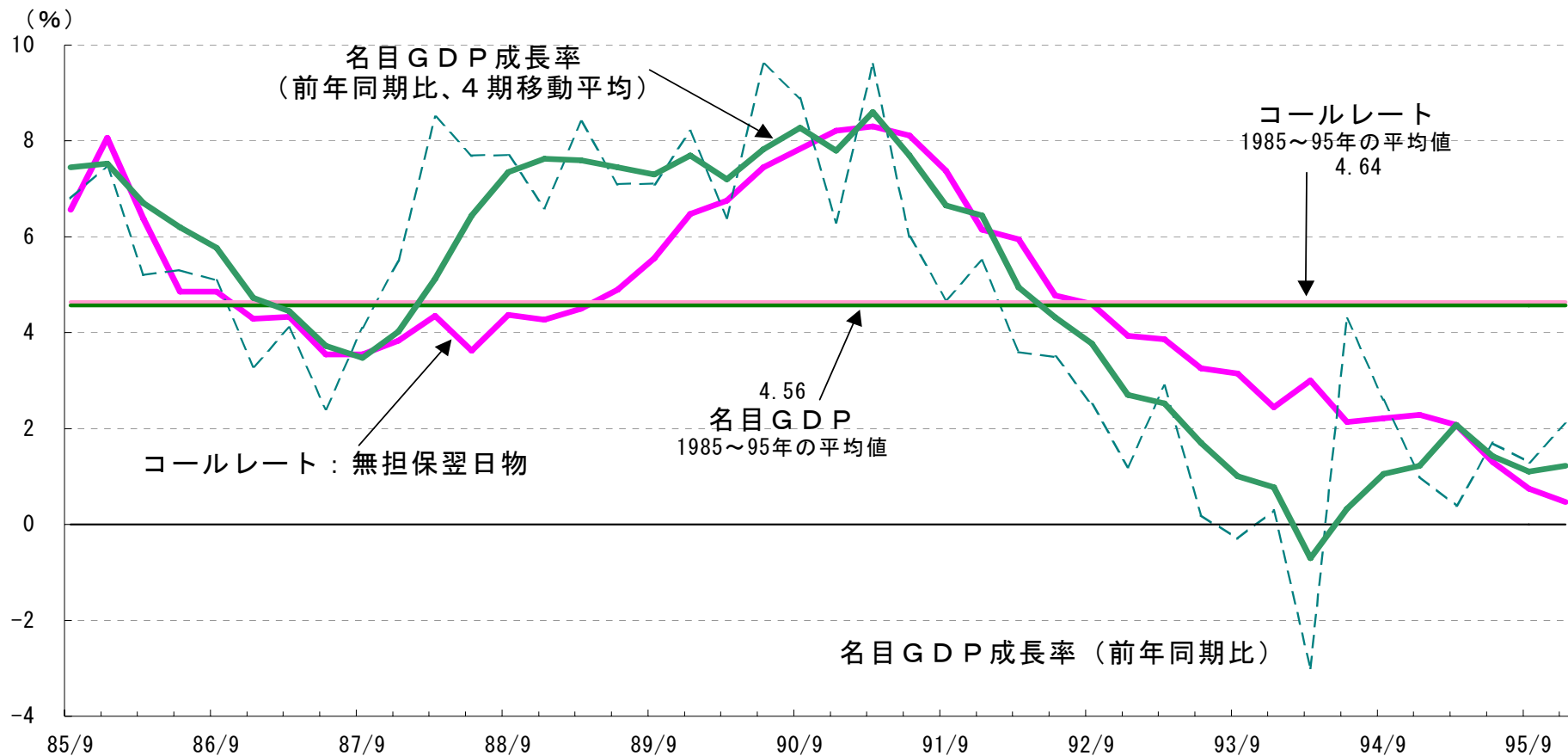
出所：BLS, BEA, Standard & Poor's

ユーロエリアの金利と物価



日本における中立金利の模索 1

名目GDPと短期金利の推移（1985～95年）

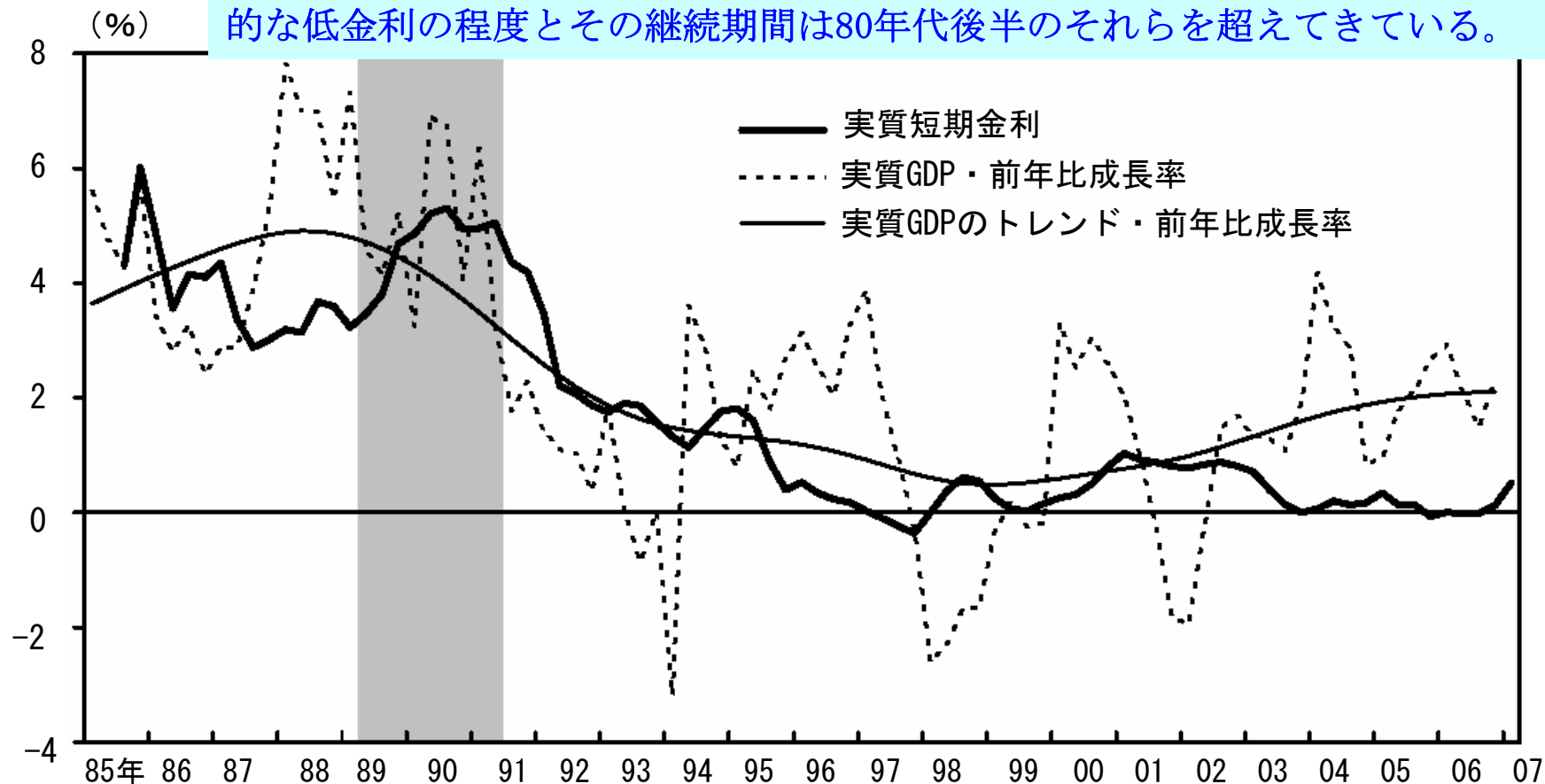


政策金利が概ね名目経済成長率並みに維持されていれば、経済安定化に貢献していただろう。

日本における中立金利の模索 2

実質短期金利と成長率

同様なことは実質経済成長率と実質政策金利との関係についても言える。最近の相対的な低金利の程度とその継続期間は80年代後半のそれらを超えてきている。



(注) 1. 実質短期金利＝無担保コールレート (0/N物) - 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) 前年比

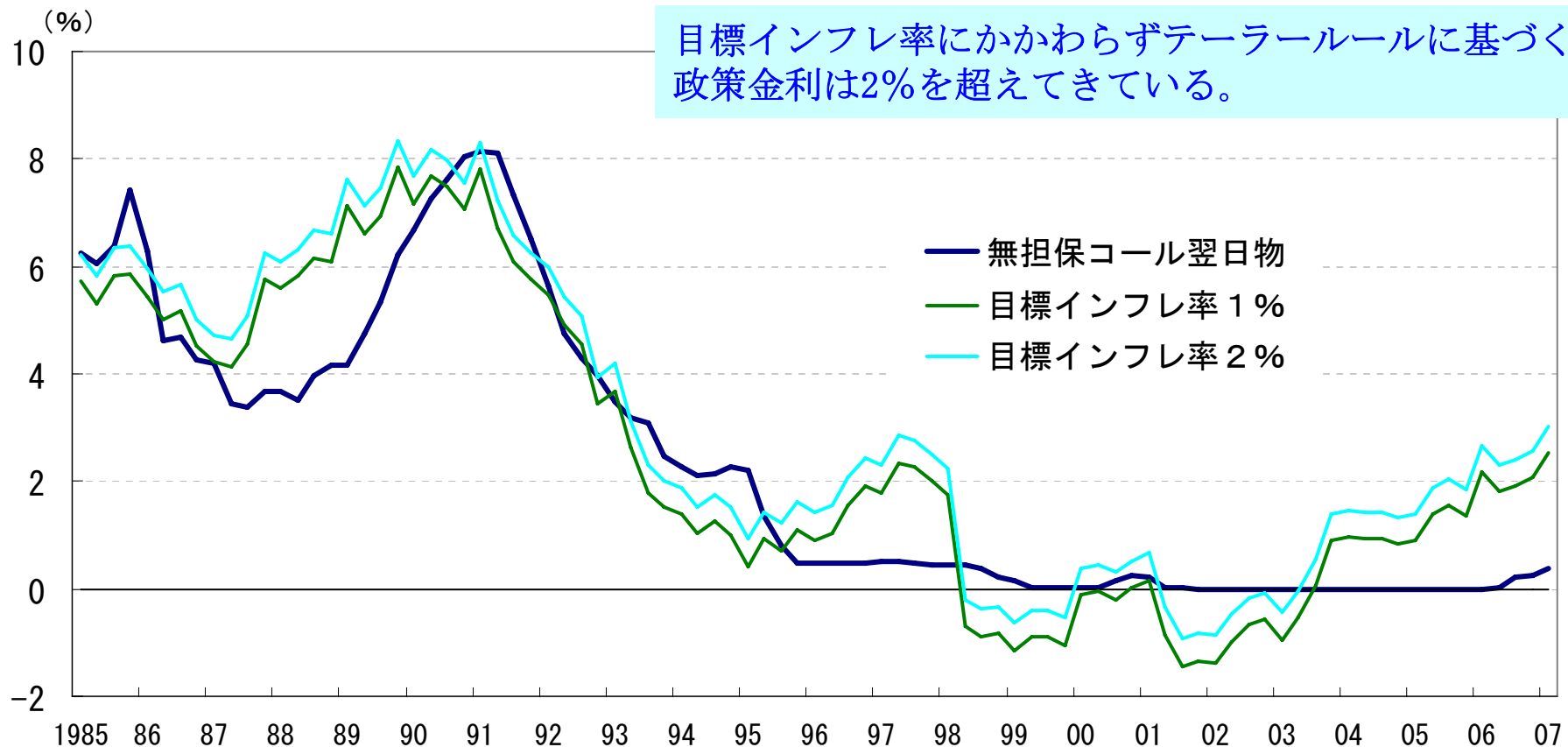
2. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。

3. シャドー部分は利上げ局面 (89/5月～91/6月)

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2007年4月)

日本における中立金利の模索 3

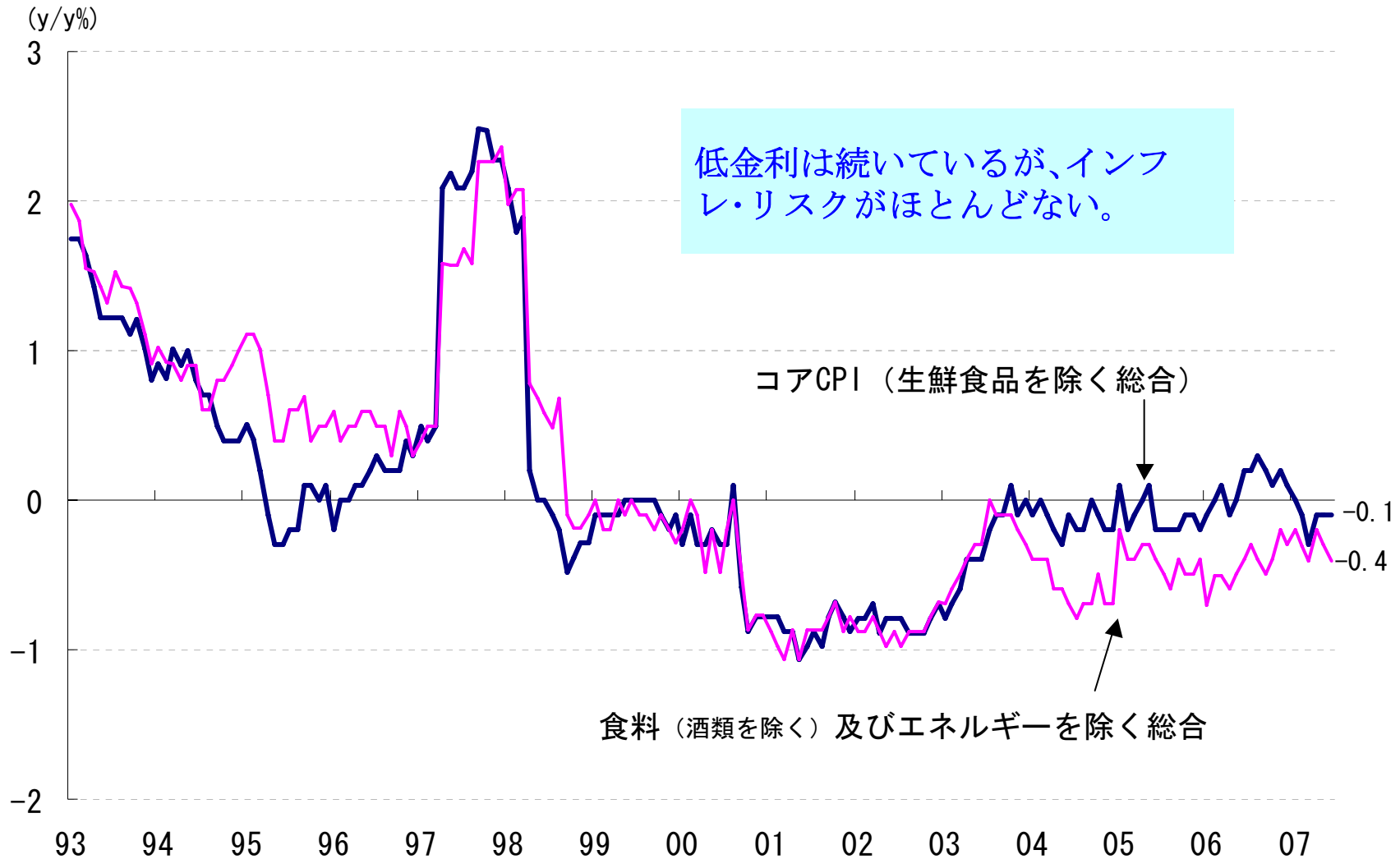
テイラールールからみた政策金利



(出所) 総務省、内閣府、日銀、大和総研

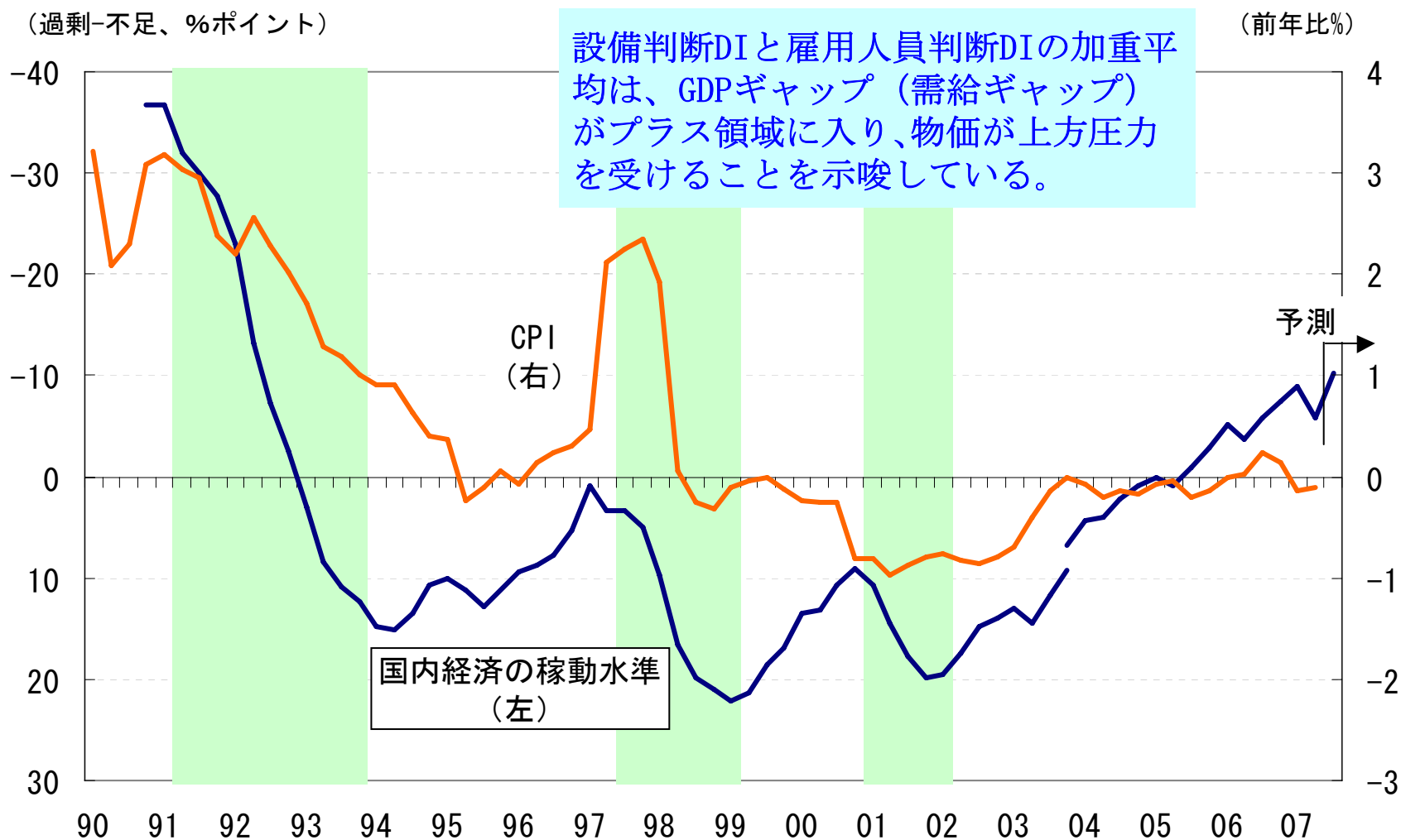
(備考) ティラールールからみた政策金利 = 均衡実質金利 + 目標インフレ率 + $0.5 \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) + 0.5 \times \text{GDPキップ}$
 インフレ率は生鮮食品を除くCPI (消費税による段差修正済み) の前年比

最近の消費者物価前年比変化率の推移



注) コアCPIは全国CPI(除く生鮮食品)。
出所) 総務省

需給ギャップと物価変化率



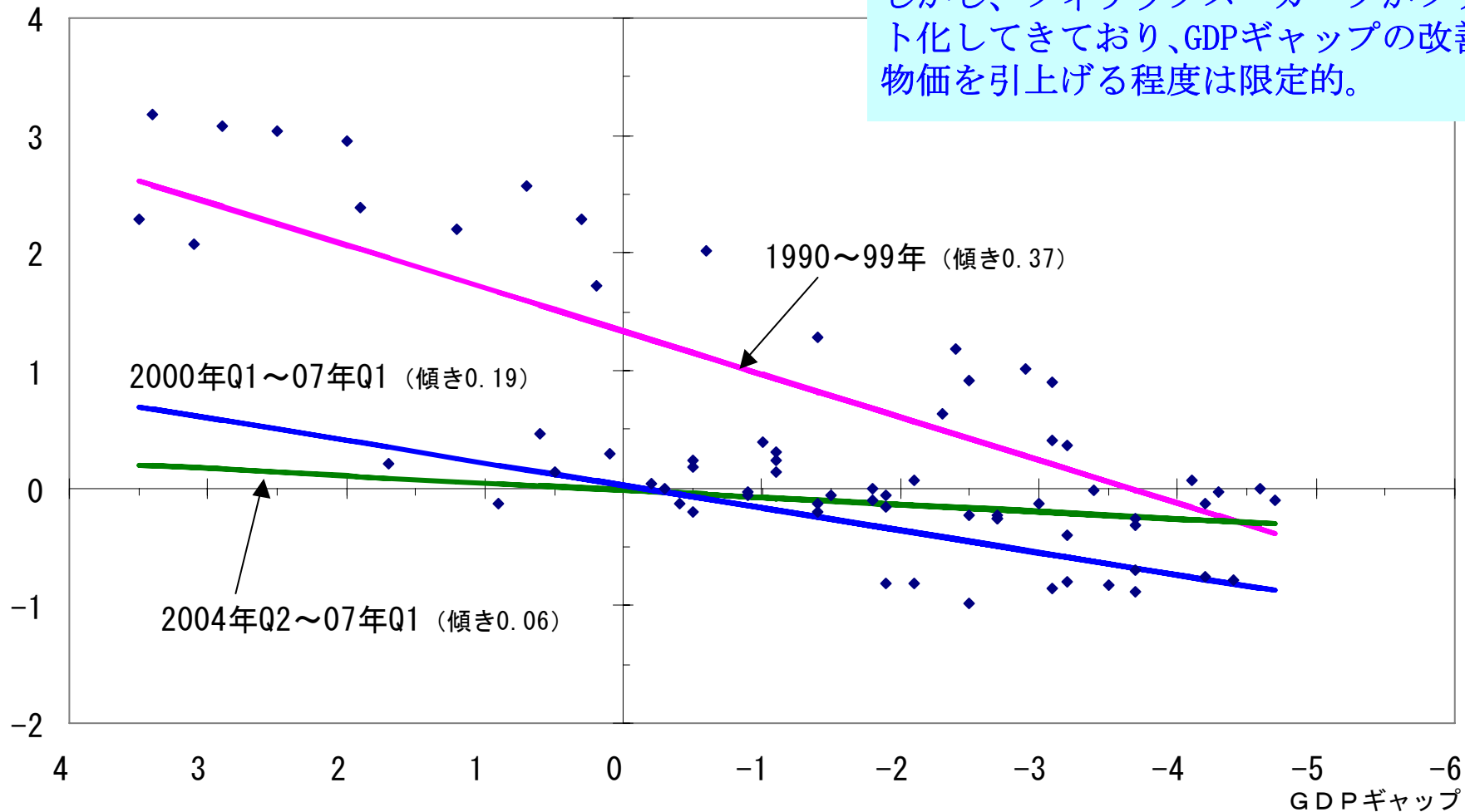
(注1) 国内経済の稼動水準は、日銀短観における生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均したものの。

(注2) CPIは全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）。

(出所) 総務省、日銀

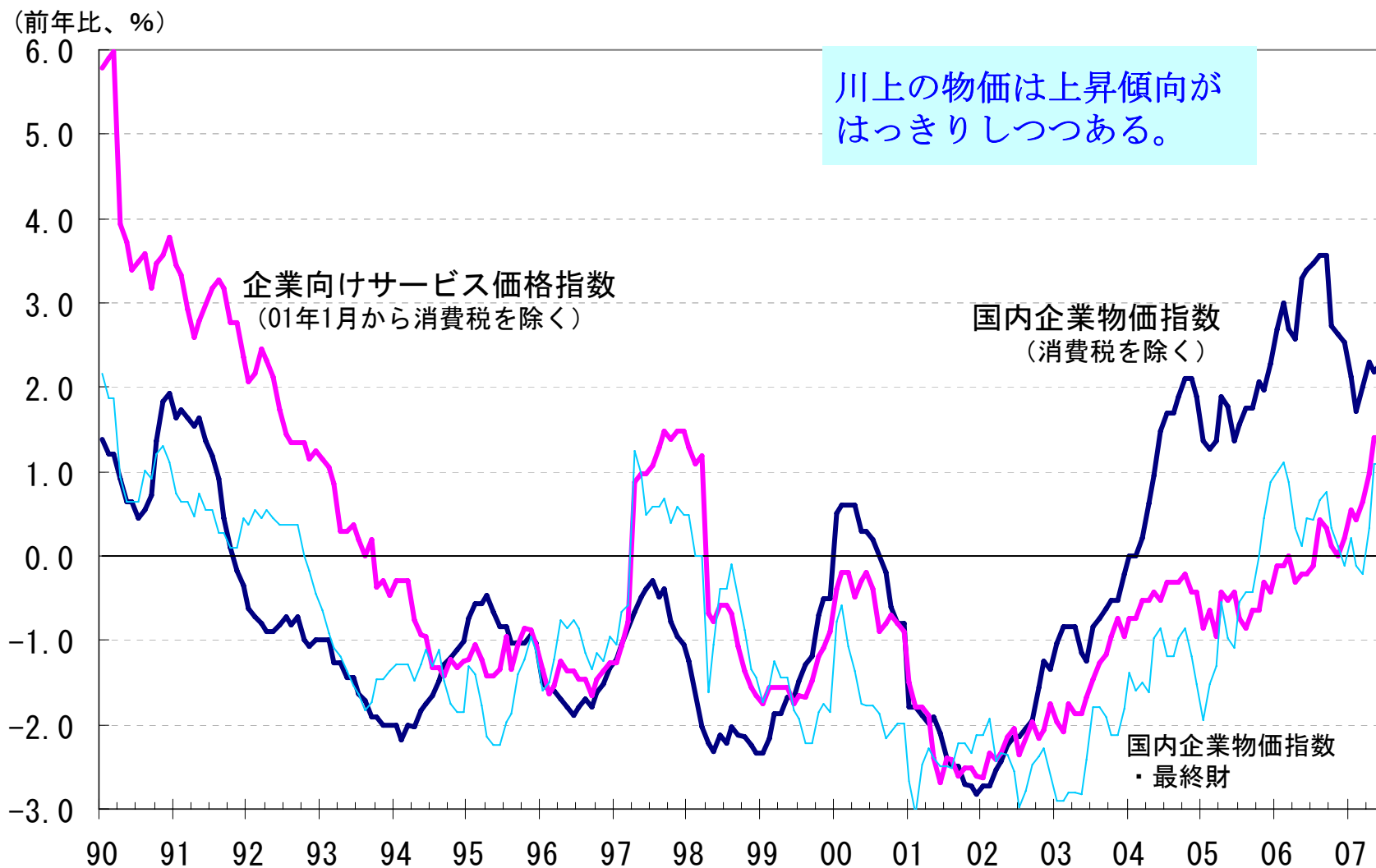
フィリップス・カーブのフラット化

コアCPI %



注: GDPギャップは内閣府推計の潜在GDPを使って計算

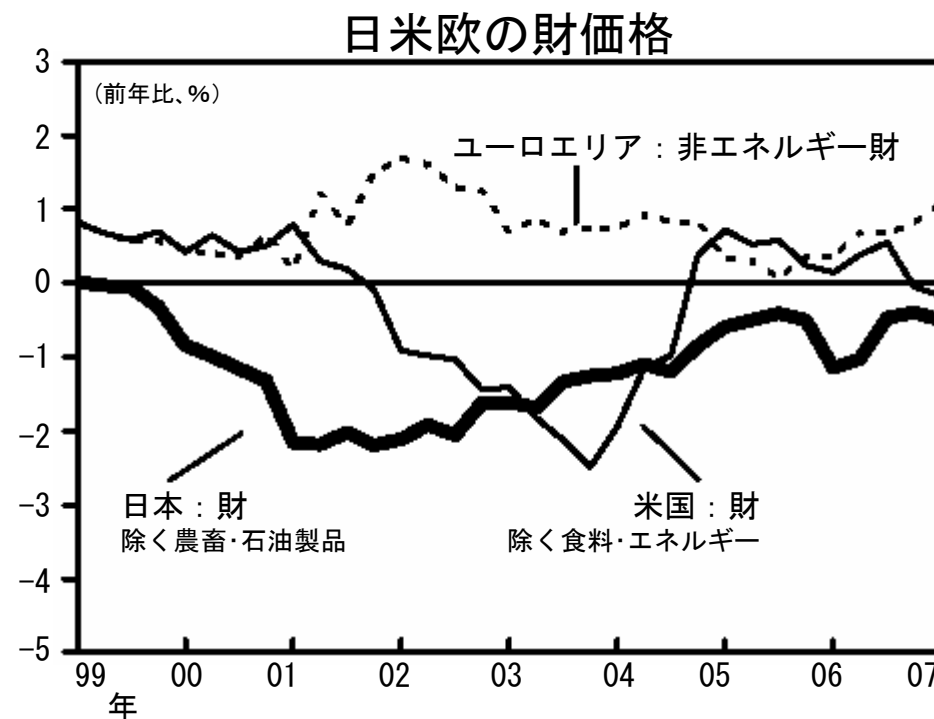
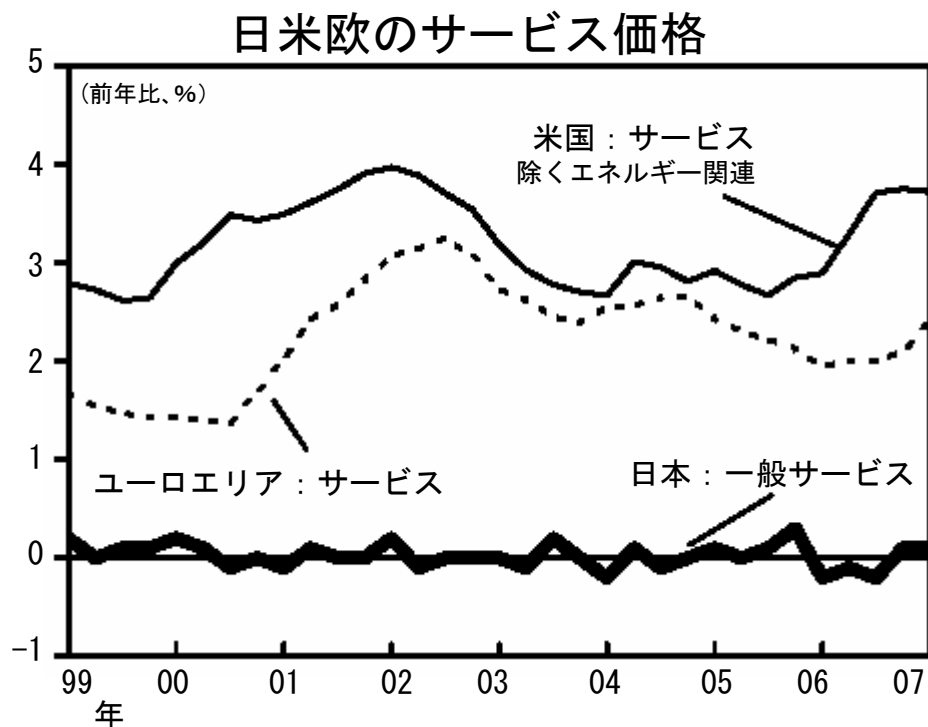
国内企業物価指数と企業向けサービス価格指数



出所) 日本銀行

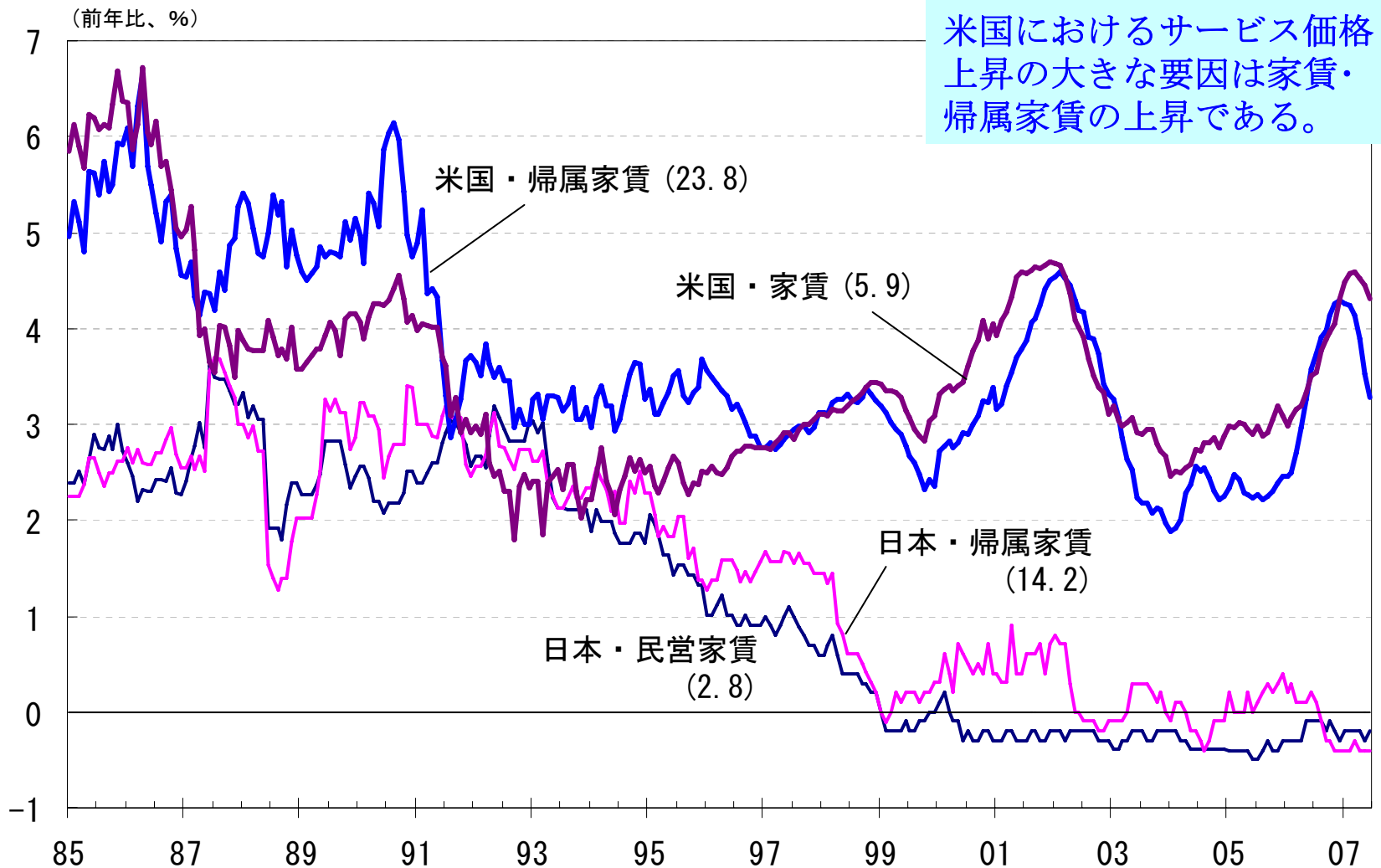
日米欧のサービス価格及び財価格

日本と欧米諸国の物価変化率の主たる違いはサービス価格の動きにある。
財の価格の動きについては、大きな差はない。



(資料) 総務省「消費者物価指数」、米国労働省、Eurostat
(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」2007年4月、図表18

日米の家賃・帰属家賃の推移

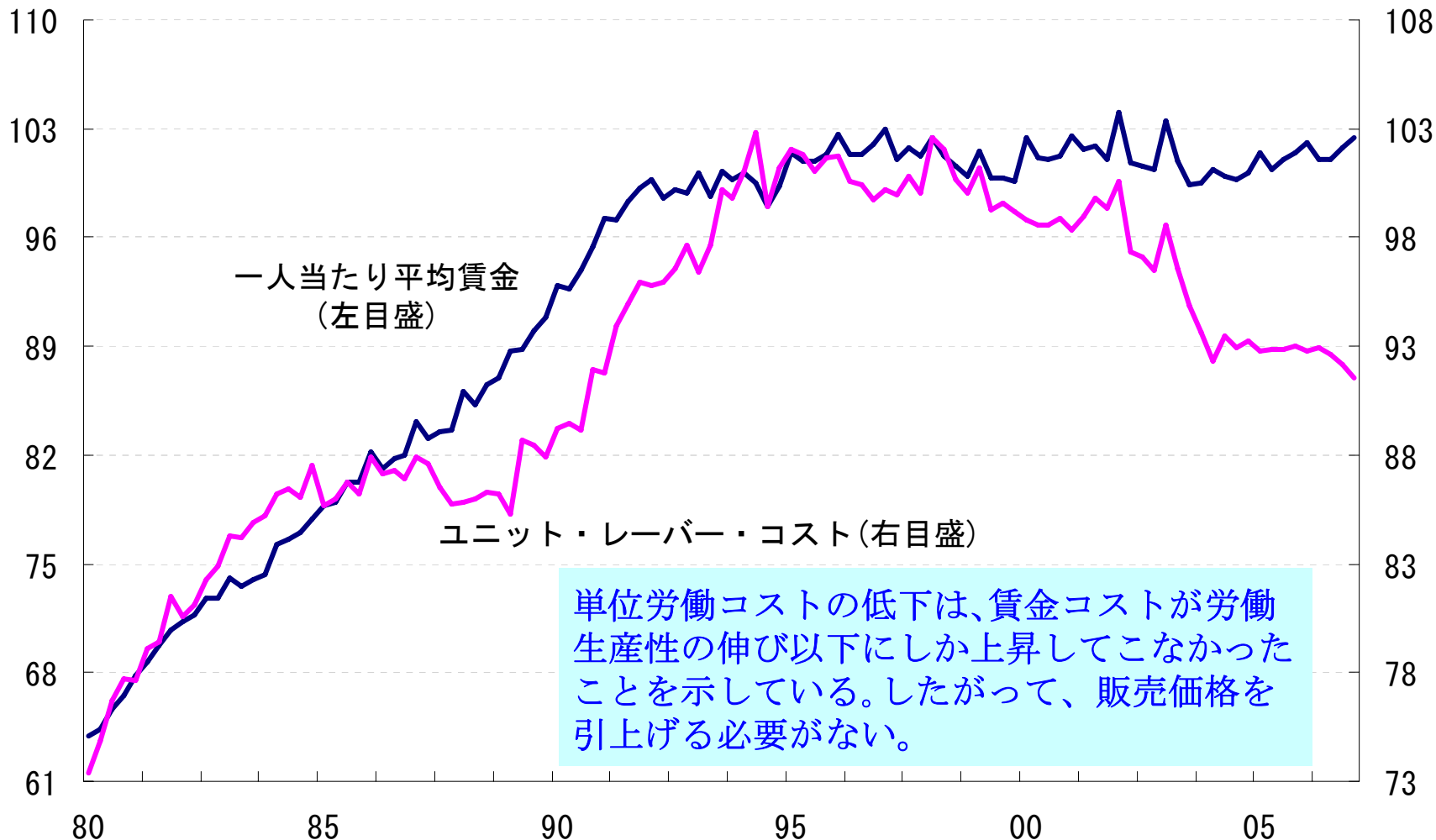


注：カッコ内の数字はそれぞれのCPI内でのウエイト (%)
出所：総理府、U.S. Department of Labor

日本における一人当たり平均賃金と ユニット・レーバー・コスト

(季調済、93年下期=100)

(季調済、93年下期=100)

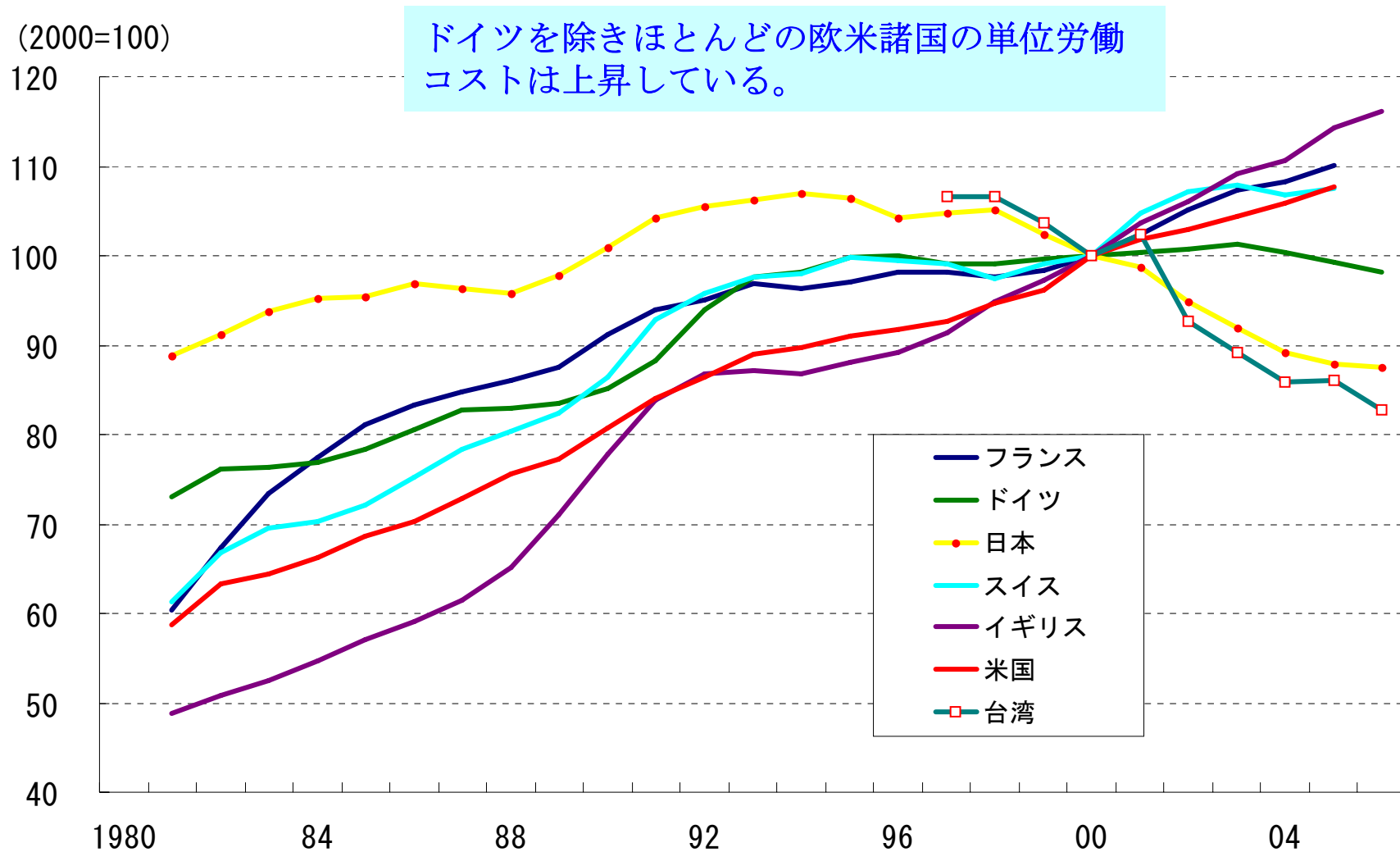


(注)1. ユニット・レーバー・コスト=雇用者報酬/実質GDP=一人当たり賃金/(実質GDP/雇用者数)=一人当たり賃金/労働生産性。

2. 一人当たり平均賃金=雇用者報酬/雇用者数(労働力調査ベース)。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、日本銀行「企業物価指数」

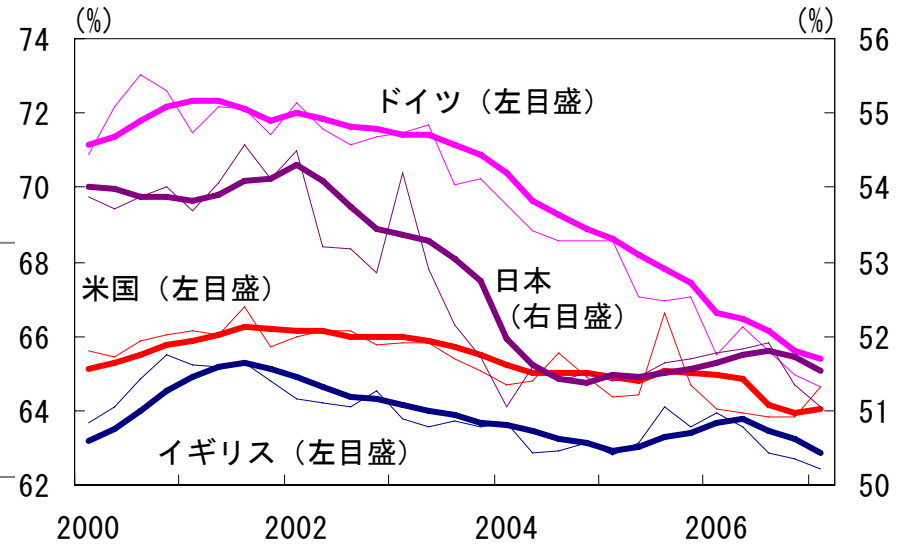
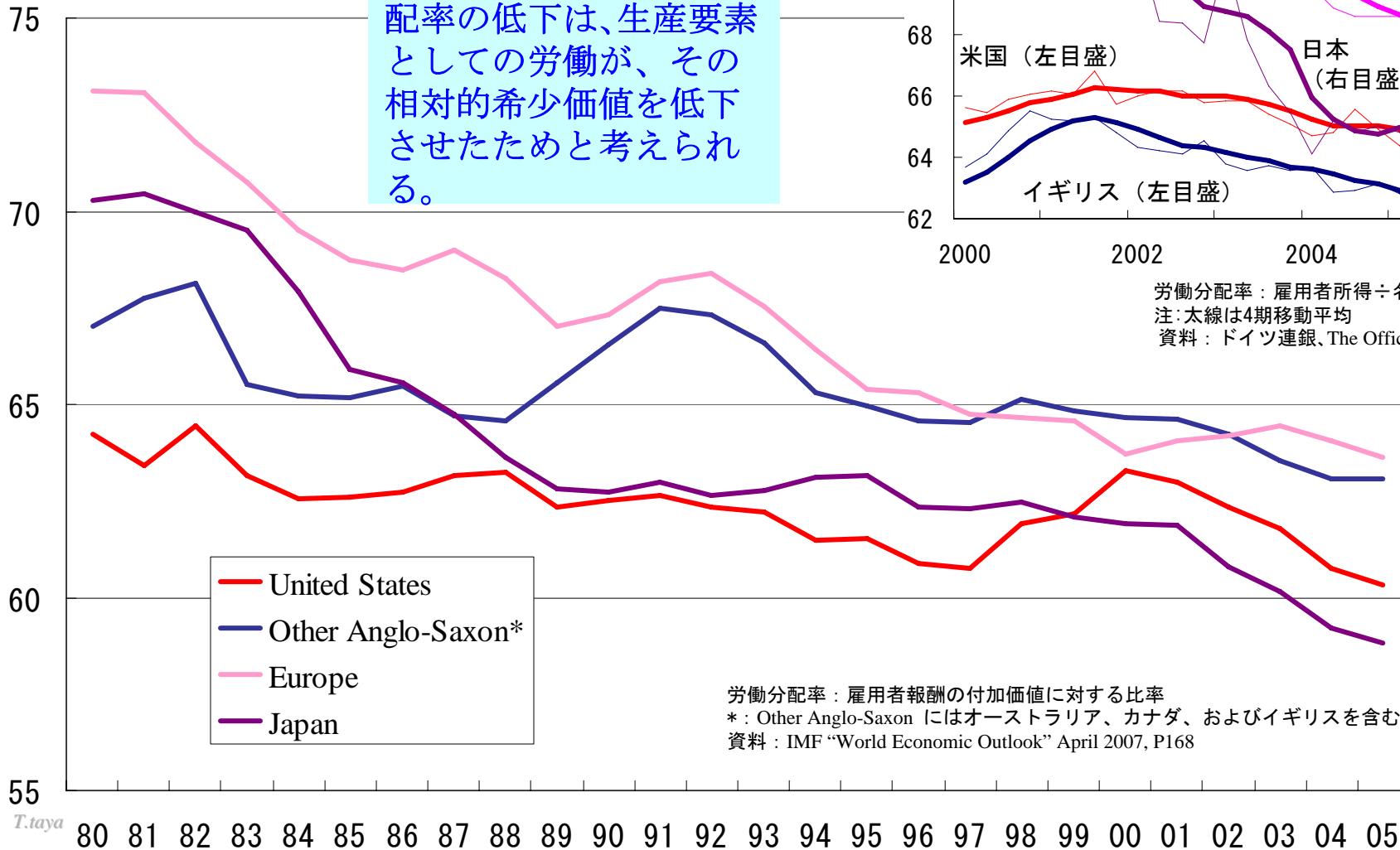
主要国のユニット・レーバー・コスト



(資料) OECD、内閣府

主要国の労働分配率

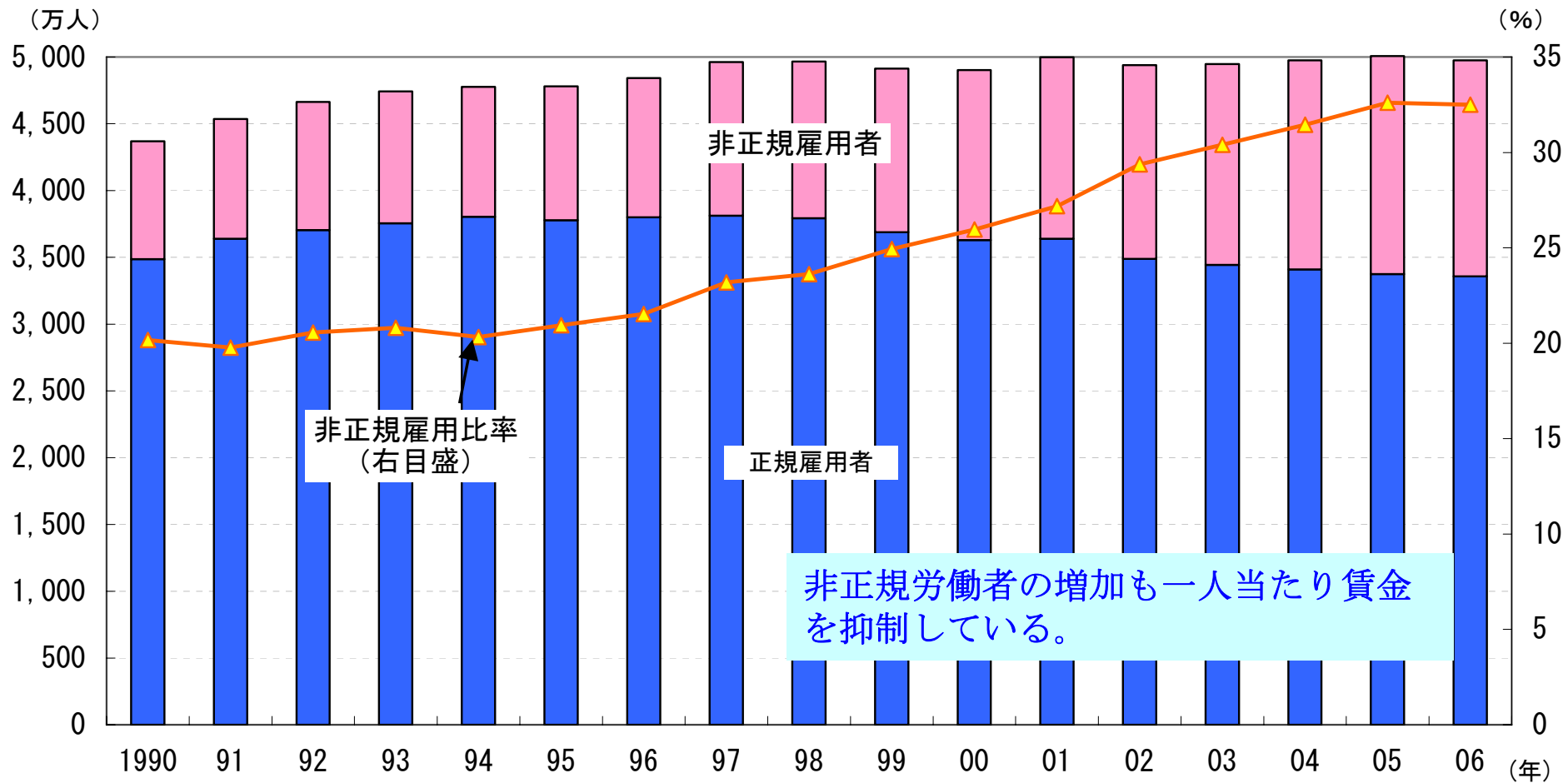
2000年代に入ってから、高賃金国の労働分配率は低下している。労働分配率の低下は、生産要素としての労働が、その相対的希少価値を低下させたためと考えられる。



労働分配率：雇用人所得÷名目国内総生産
 注：太線は4期移動平均
 資料：ドイツ連銀、The Office for National Statistics、BEA、内閣府

労働分配率：雇用人報酬の付加価値に対する比率
 *：Other Anglo-Saxon にはオーストラリア、カナダ、およびイギリスを含む
 資料：IMF “World Economic Outlook” April 2007, P168

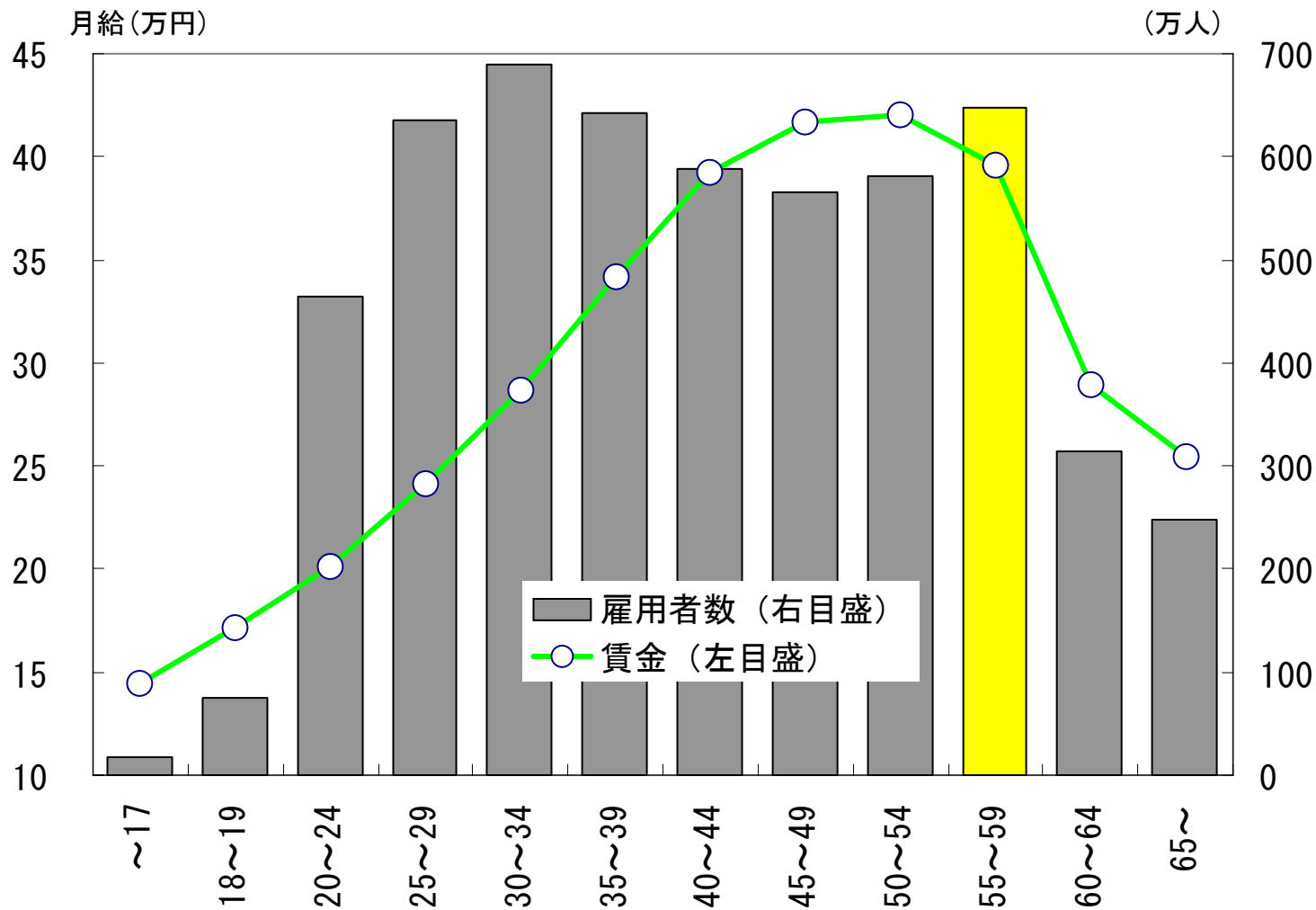
正規・非正規雇用者数と非正規雇用比率



出所：総務省「労働力特別調査」、「労働力調査詳細結果」

賃金カーブの現状 [男性労働者]

最近の一人当り賃金の下落はベビーブーマー（1947-49年生まれ）の退職期入りによるところが大きい。

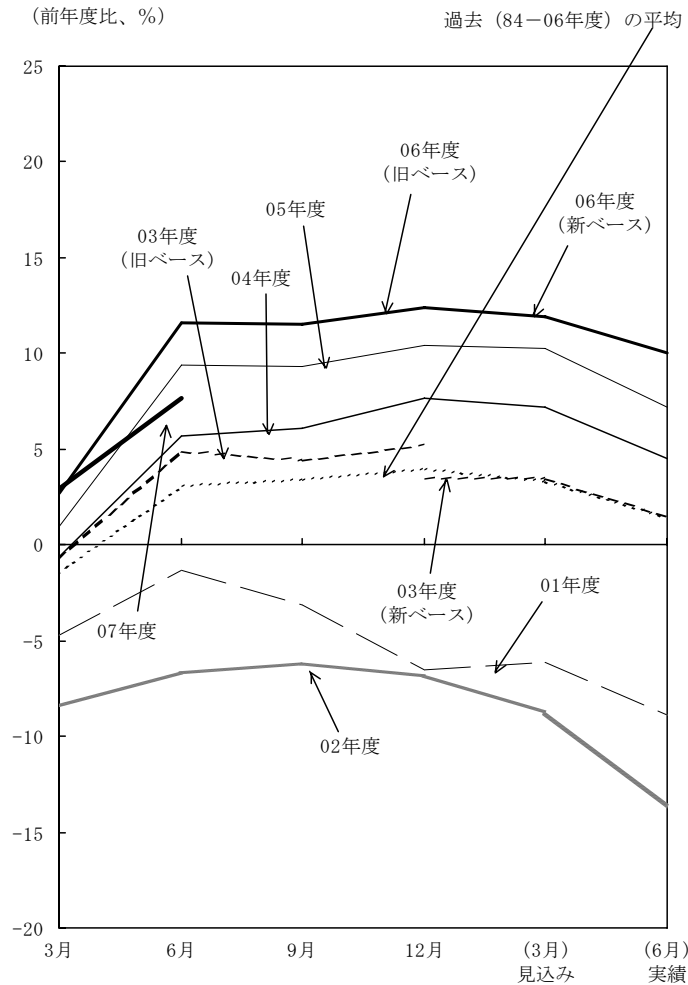


出所：厚生労働省「平成18年 賃金構造基本統計調査(全国)」、総務省「労働力調査 平成18年平均」

設備投資(含む土地投資額)の足取り〔全産業〕

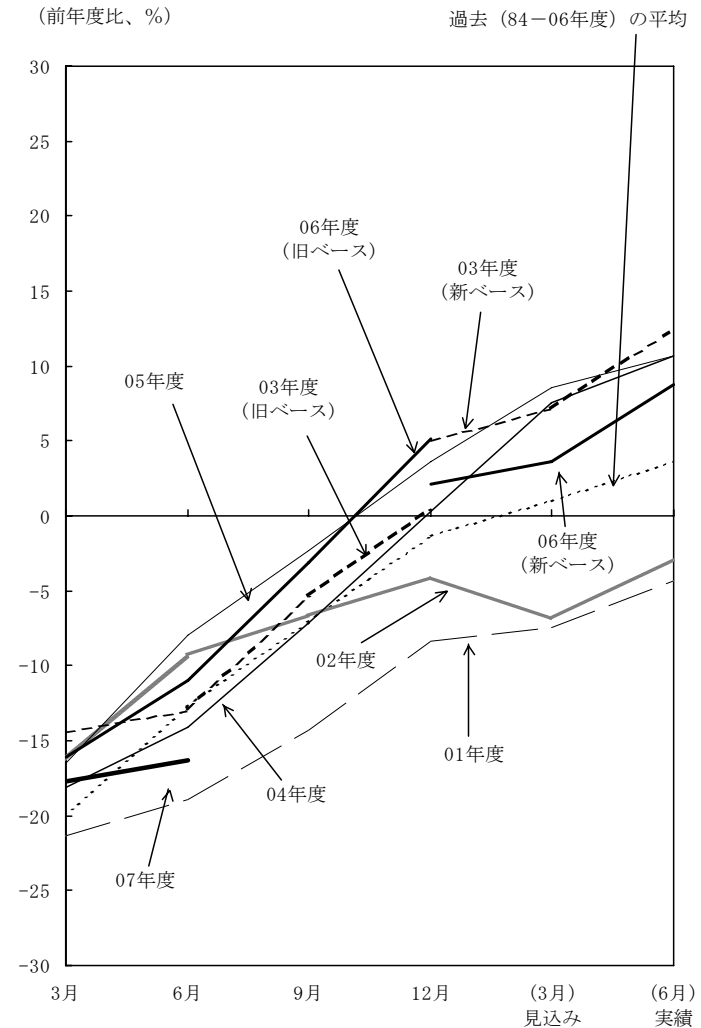
超低金利ゆえの過剰投資は観察されない。

(1) 大企業

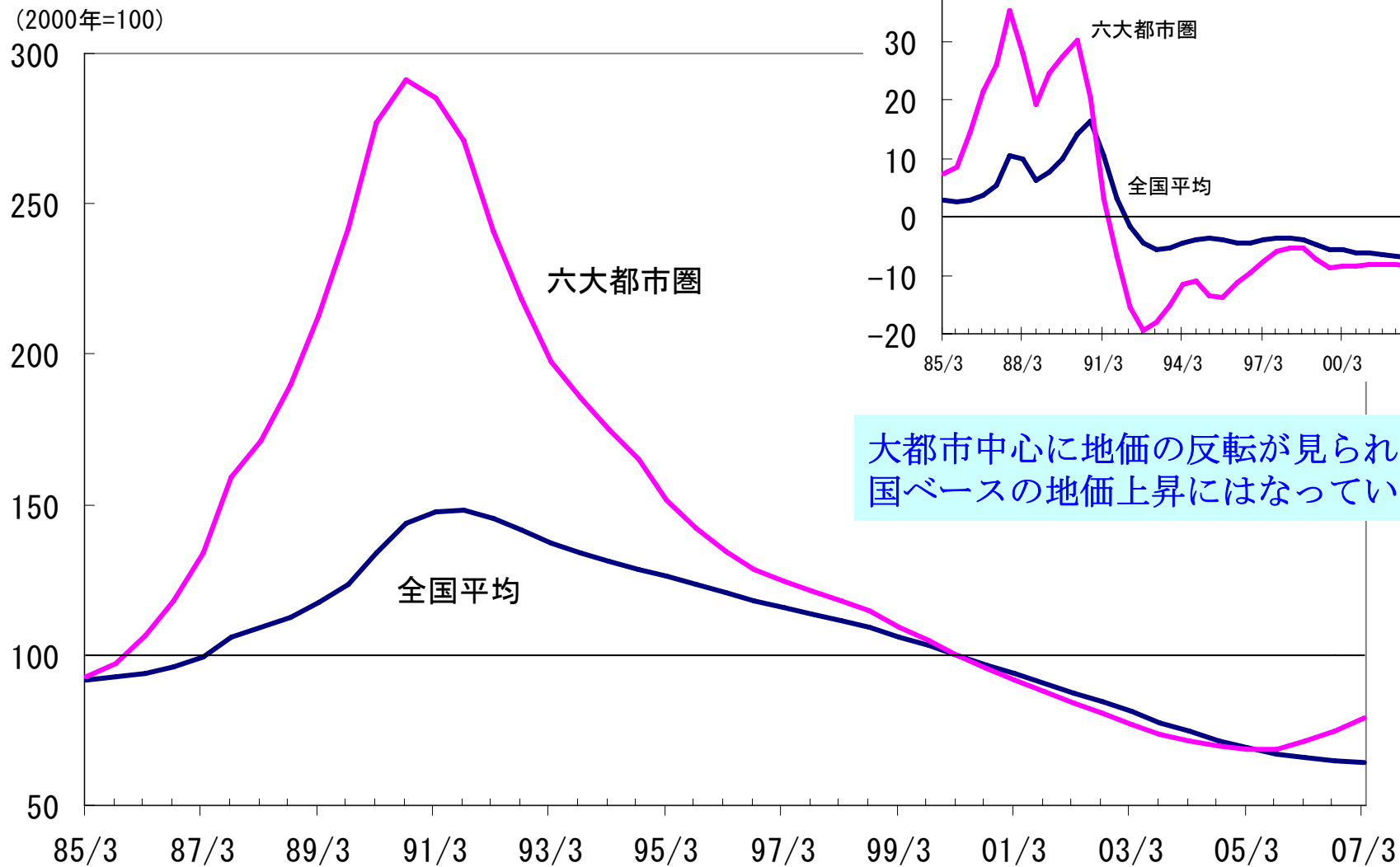


出所：日本銀行

(2) 中小企業



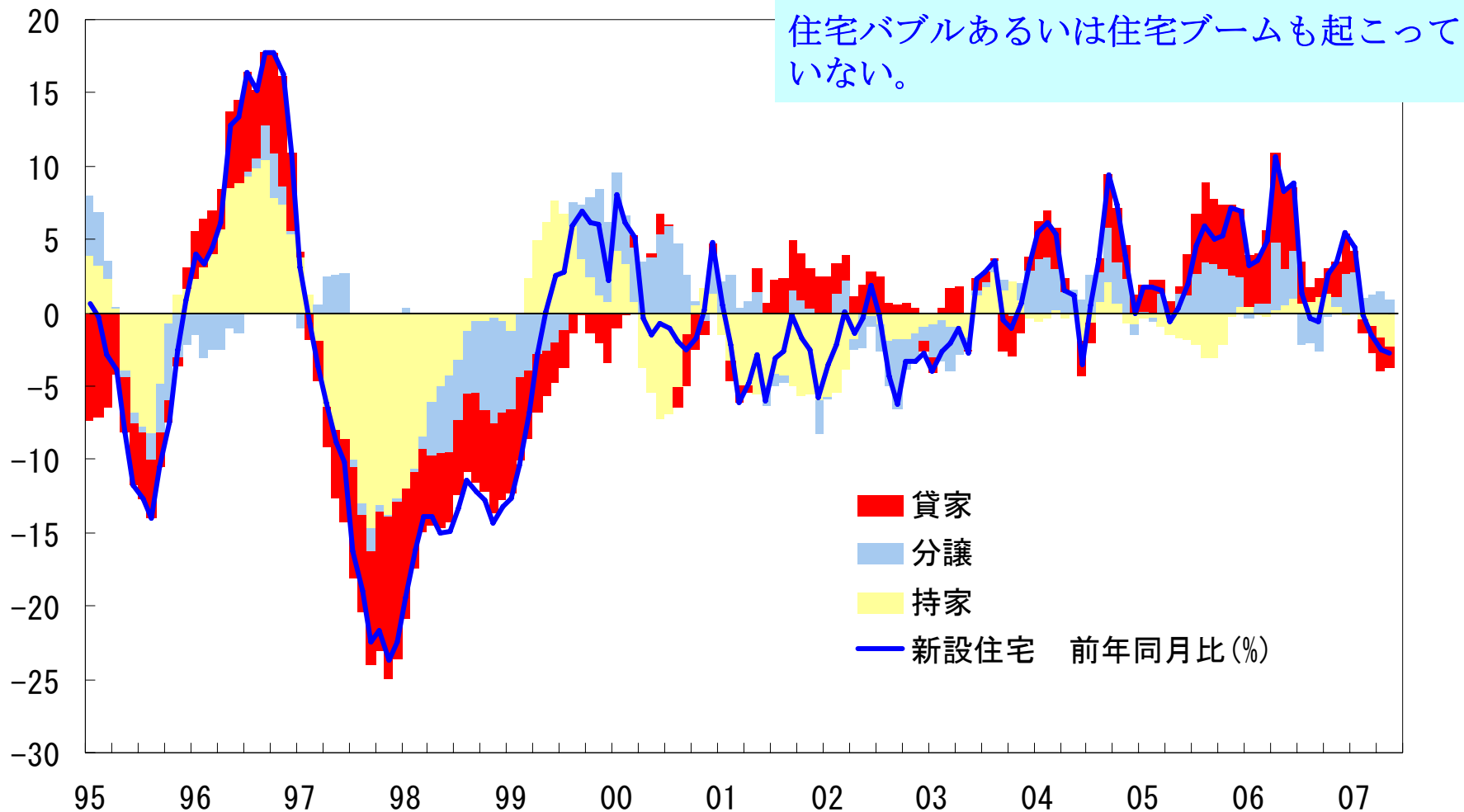
市街地価格指数の推移 (全用途)



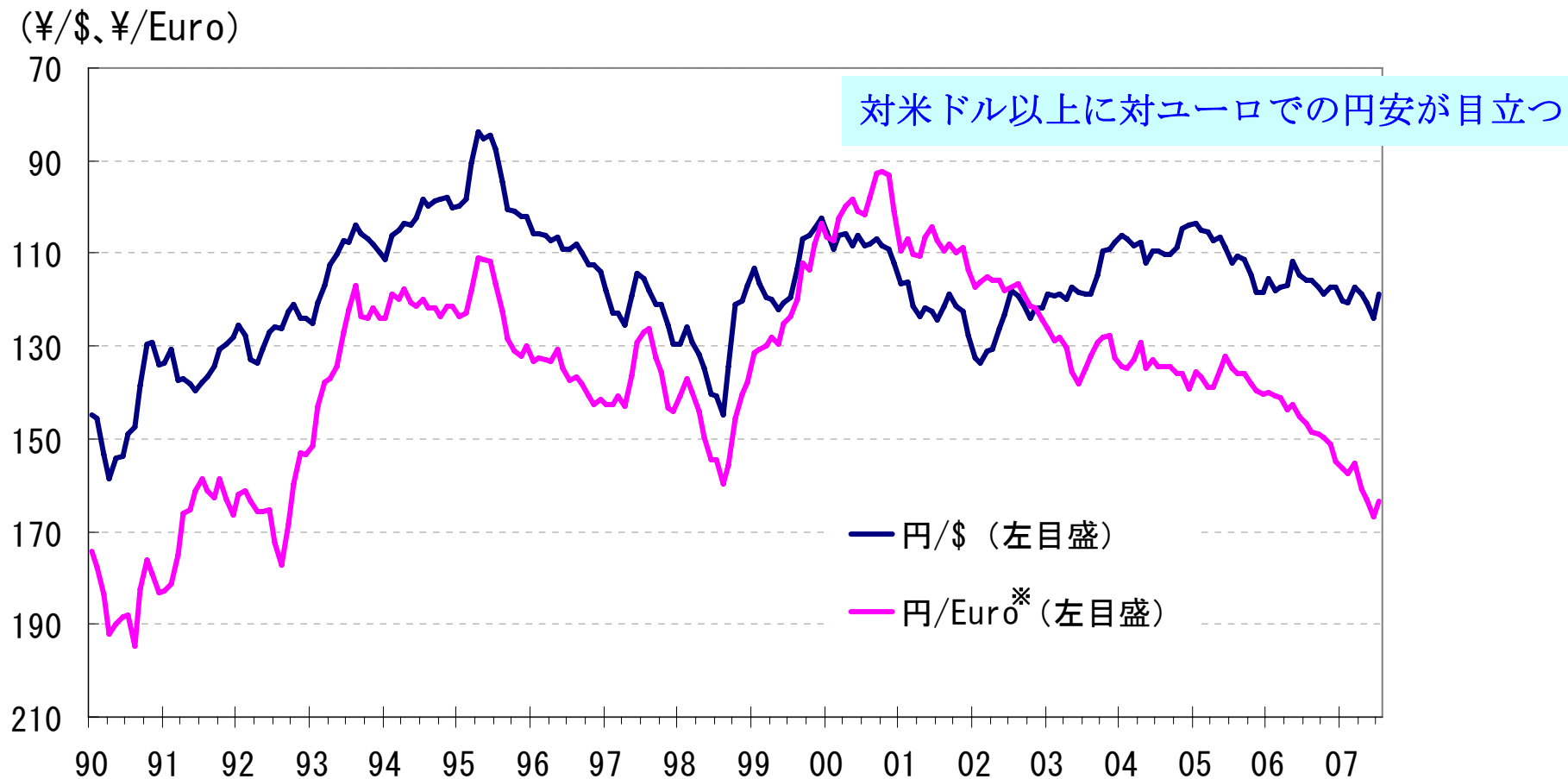
大都市中心に地価の反転が見られるが、全国ベースの地価上昇にはなっていない。

新設住宅着工件数（用途別）

(3ヶ月移動平均 %)



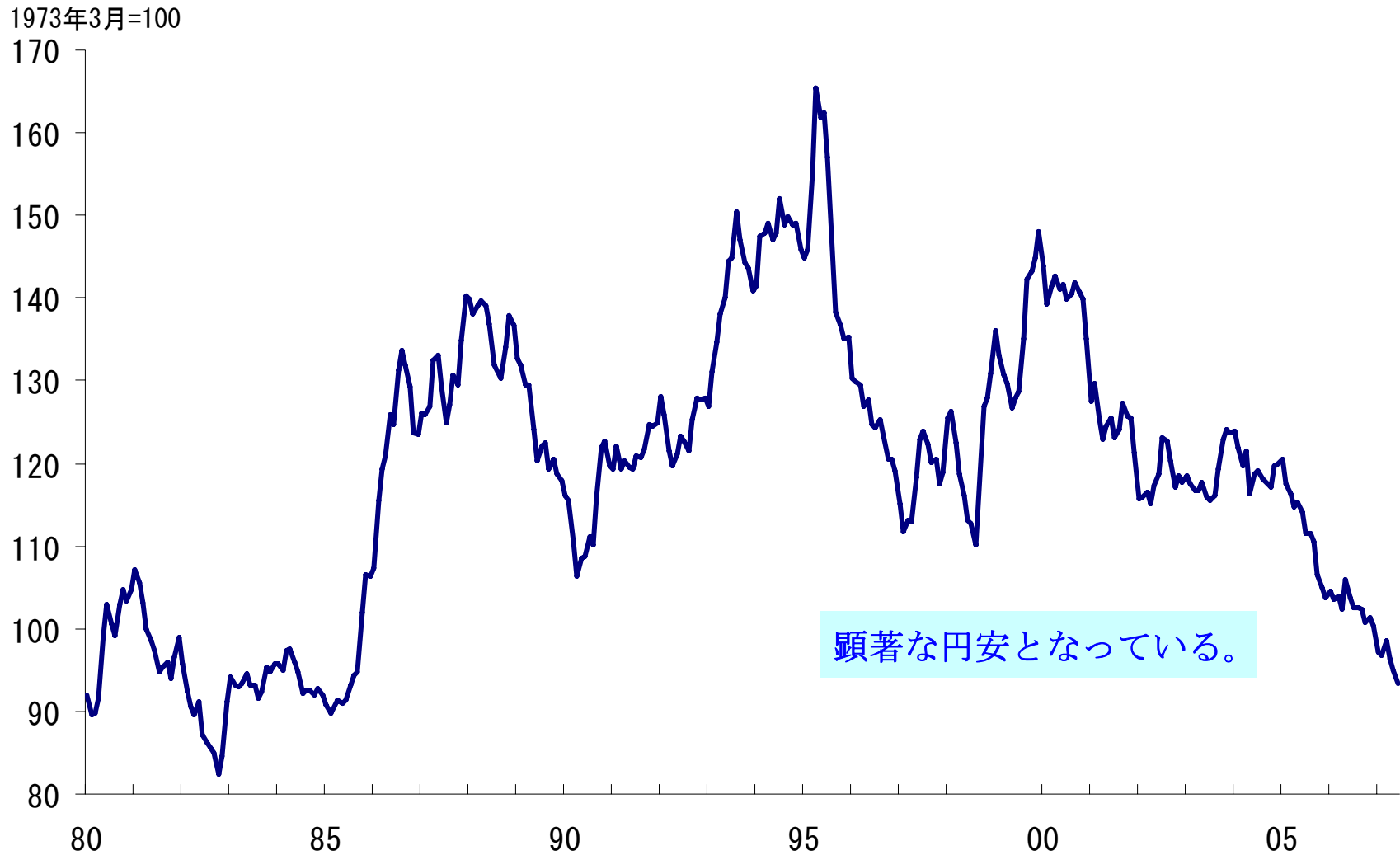
為替レート推移



直近：7月27日11AM時点

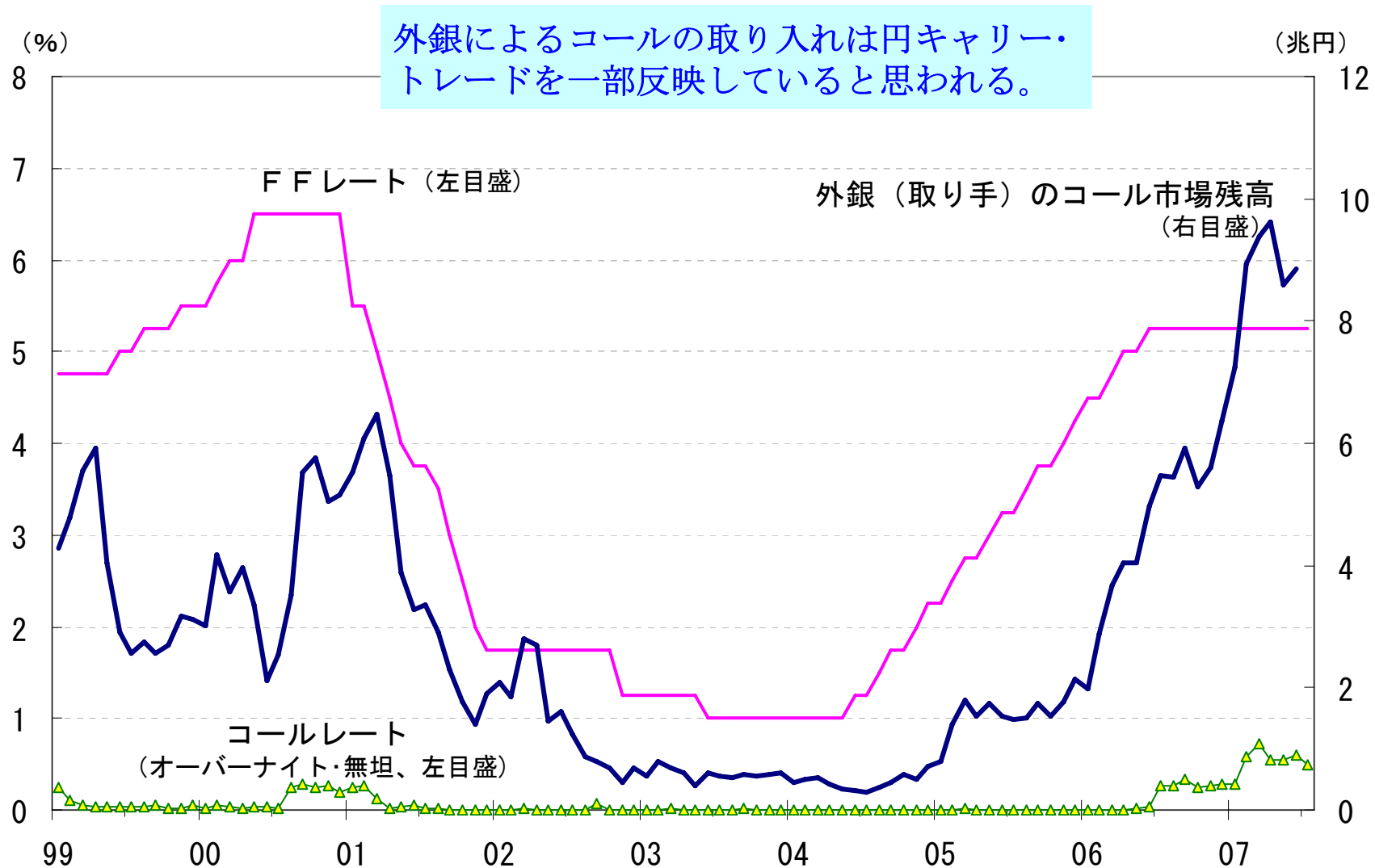
※：98年12月までは、円/ECU

実質実効為替レート

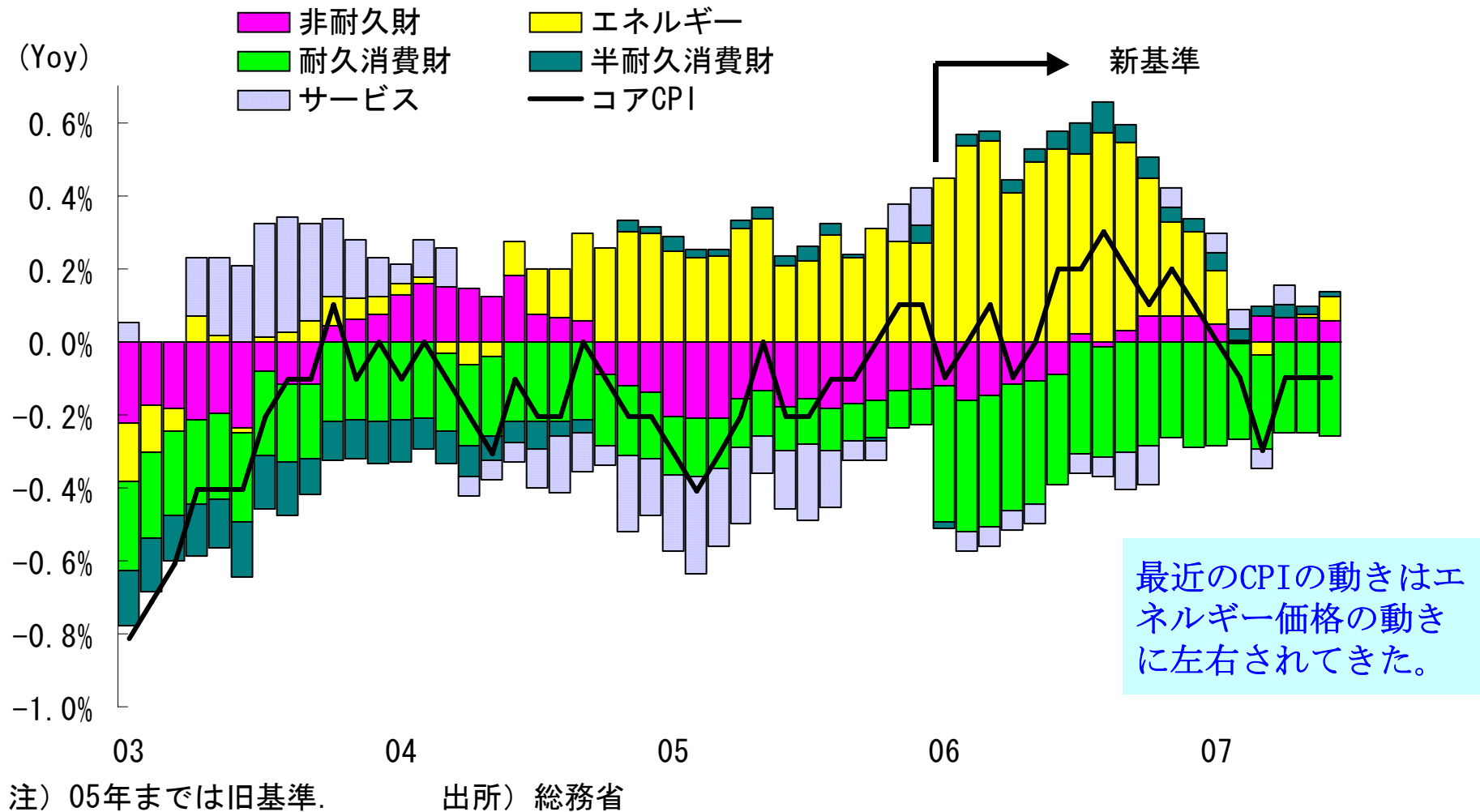


(出所) 日本銀行

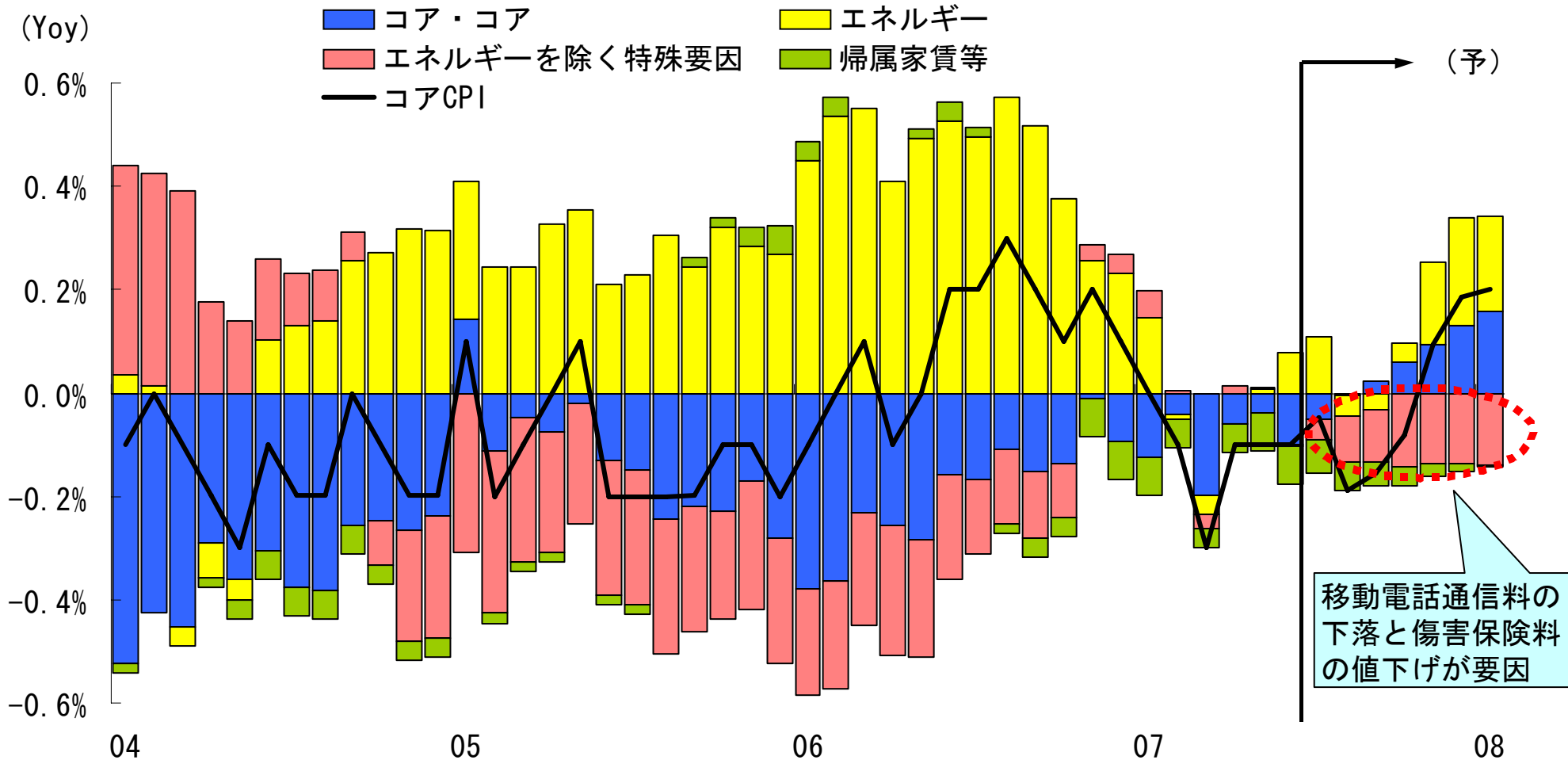
内外の政策金利と外銀のコール調達残高



全国コアCPIの財別寄与度分解



コアCPIの見通し (WTI=75ドル/bbl前提)



注) 特殊要因はエネルギー、米類、たばこ、鶏卵、切り花、診療代、介護料、固定電話通信料、移動電話通信料、傷害保険料。
コア・コアは特殊要因を除くCPI。 予想は大和総研。
出所) 総務省

ここ数ヶ月、マイナスの物価変化率が予想される。