

デフレの克服：日本の経験と挑戦

— IMF・Michel Camdessus Central Banking Lecture

における講演 —

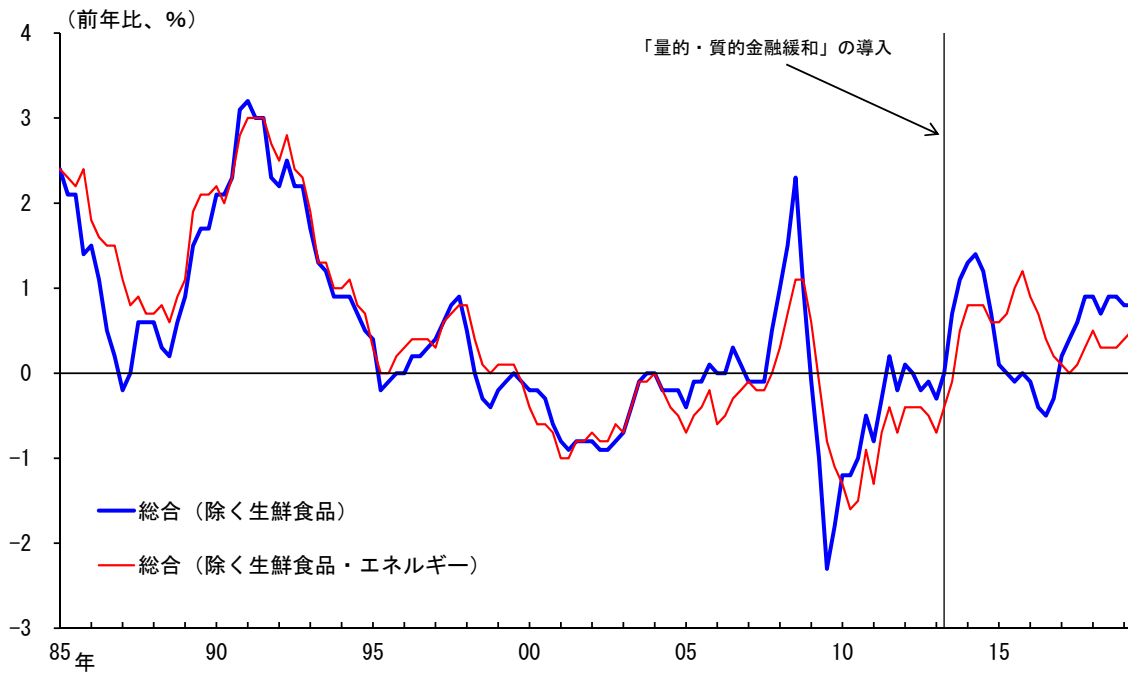
2019年7月22日

日本銀行総裁

黒田 東彦

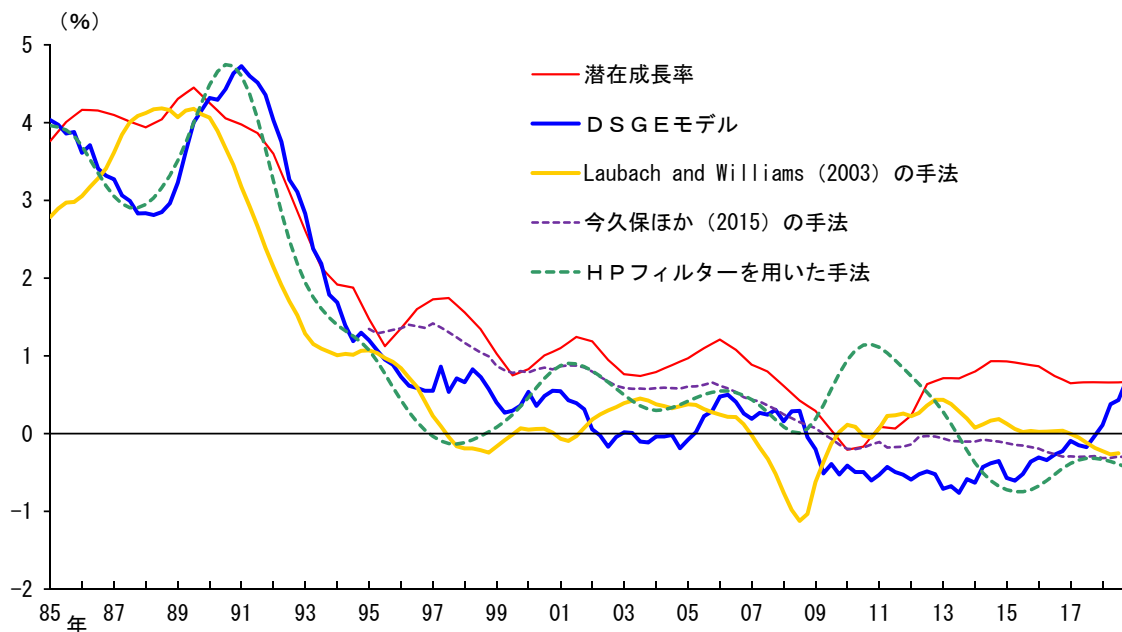
1. はじめに
2. 慢性的なデフレと「量的・質的金融緩和」
3. わが国の経験から得られる教訓と挑戦
4. おわりに

消費者物価



(注) 消費税調整済み。
(出所) 総務省

自然利子率

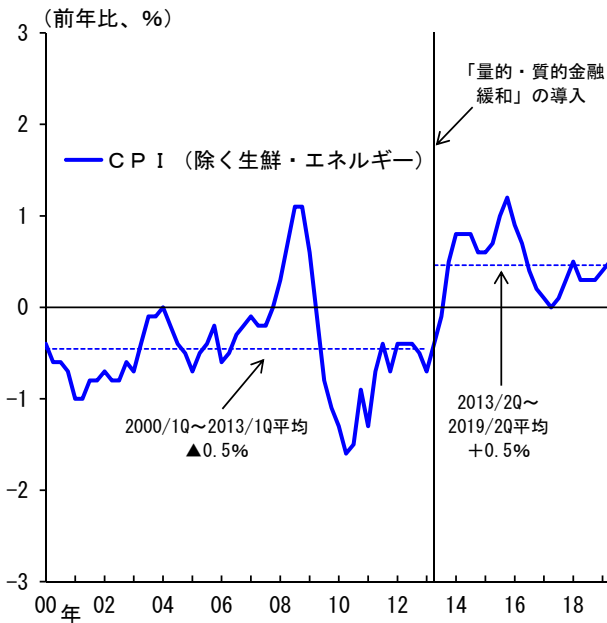


(注) 1. 潜在成長率は、日本銀行スタッフによる推計値。
2. 自然利子率の各種の推計方法は、日銀リサーチ・ラボシリーズ「わが国の自然利子率の決定要因—DSGEモデルとOGモデルによる接近—」（2018年6月）を参照。

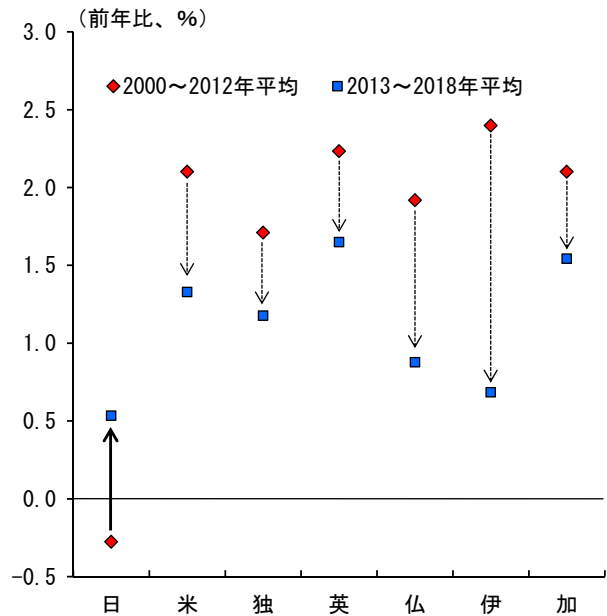
(出所) Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、日本銀行

「量的・質的金融緩和」と物価動向

わが国の物価動向



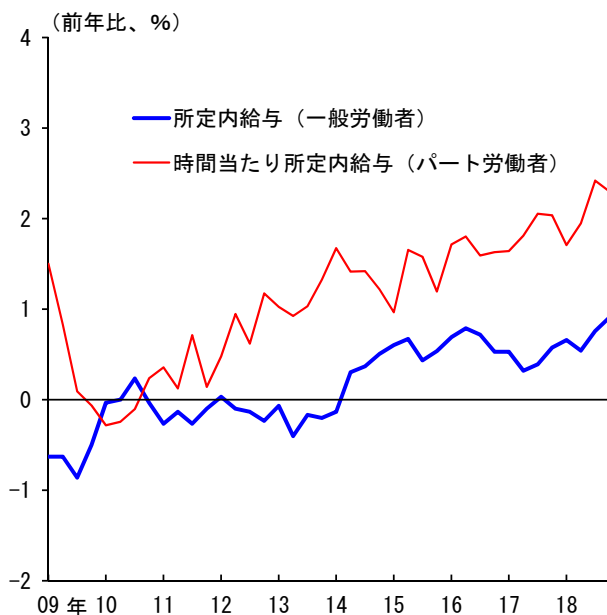
G7諸国の物価動向



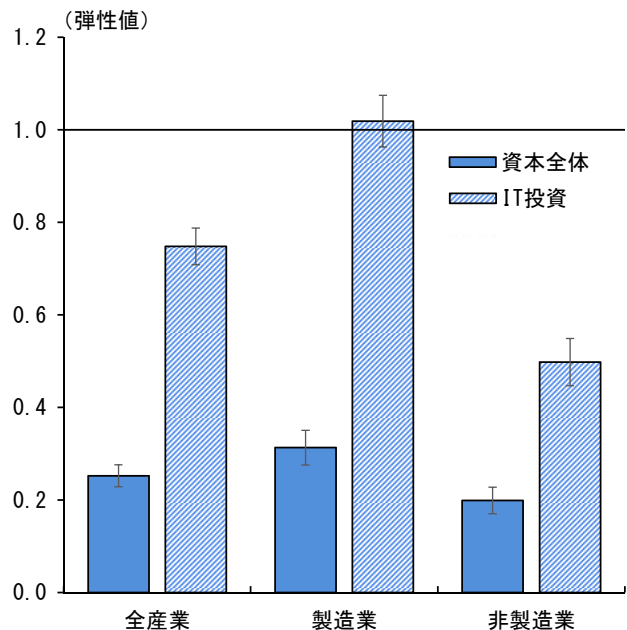
(注) 1. 日本のCPIは消費税調整済み。
 2. 右図の日本、英国、カナダはCPI総合。米国はPCEデフレーター総合。ユーロ圏諸国はHICP総合。
 (出所) 総務省、Haver

ULCの抑制メカニズム

一般・パート別賃金



労働と資本の代替の弾力性



(注) 1. 左図の各四半期は、1Q:3~5月、2Q:6~8月、3Q:9~11月、4Q:12~2月。2013/1Q以降は、東京都の「500人以上規模の事業所」を復元した再集計値。2016/1Q以降は、共通事業所ベース。
 2. 右図は、資本コスト/実質賃金の変化が資本装備率へ与える影響を業種別データから推計。推計期間は1995-2017年。業種固定効果を考慮。誤差範囲は、±1標準偏差を表す。
 (出所) 厚生労働省、財務省、内閣府、Bloomberg、日本銀行

政策金利のフォワードガイダンス

フォワードガイダンスの変遷

2018年7月

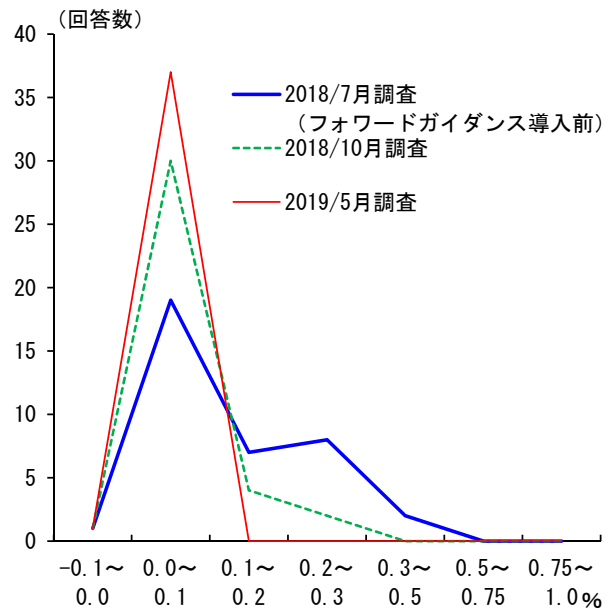
「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する。」



2019年4月

「海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する。」

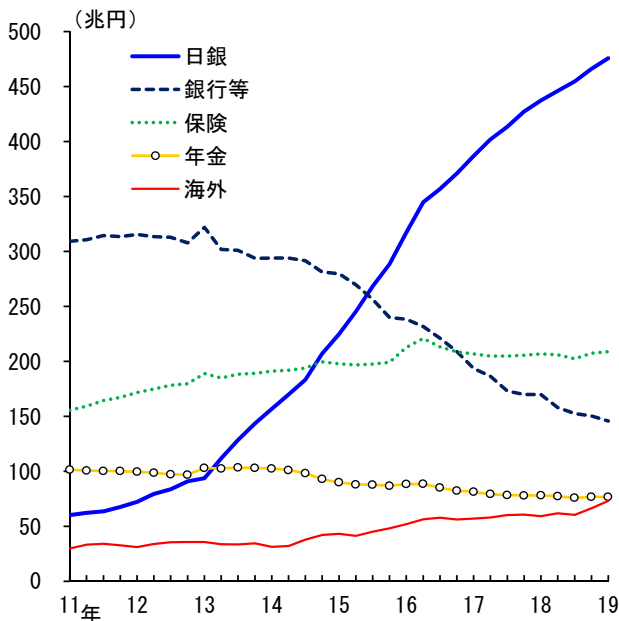
2019年末の長期金利操作目標の民間見通し



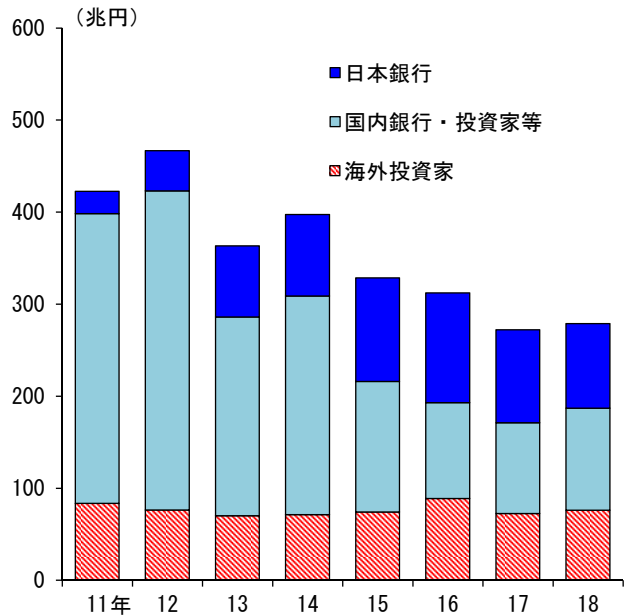
(出所) JCER「ESPフォーキャスト」

国債市場の構造

部門別の保有残高 (ストック)



部門別の取引高 (フロー)



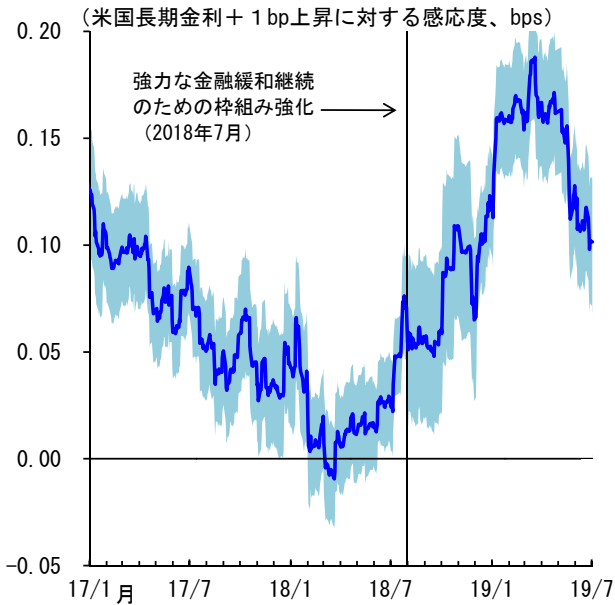
(注) 1. 国庫短期証券を含まない。

2. 右図の国債取引高は、原則として債券ディーラーからのグロス買入れ額（ディーラー間取引を除く）。ただし、日本銀行の取引高は日銀のグロス買入れ額であり、債券ディーラー以外からの買入れを含む。

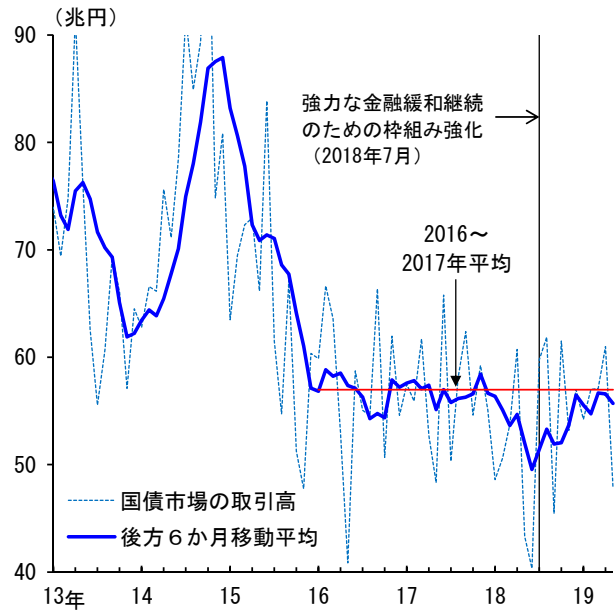
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

国債市場の機能度

米国長期金利に対する 国債金利の感応度



国債取引高の推移



(注) 1. 左図の感応度は、10年国債利回り前日差を被説明変数、米国10年国債利回り前日差（1期ラグ）を説明変数とした単回帰式の傾きの値（後方90日間ローリング）。シャドローは±1標準誤差。

2. 右図の取引高は、銀行、投資家、債券ディーラーのグロス購入額。国庫短期証券を含まない。

(出所) Bloomberg、日本証券業協会