

第1章 先進国における低金利・低インフレ

世界金融危機以降、各国政府は前例のない規模で財政政策を展開し、危機後の経済の急速な落ち込みを緩和する様々な措置を講じた。各国中央銀行も大規模な金融緩和を行い、量的緩和政策やマイナス金利を始め、非伝統的とされる政策も果敢に講じてきた。これらの政策は危機後の景気の持ち直しに寄与したとみられるものの、その後の回復のペースは緩やかなものにとどまっており、先進国の中には低金利・低インフレが慢性化している国もみられている。

本章では、最初に先進各国を中心に広がりを見せる低金利・低インフレの背景や、そうした状況下での財政・金融政策のあり方について近年の主な議論を整理する。次に、アメリカの金融政策変更やグローバルリスクイベントの新興国世界経済への影響について分析を行う。

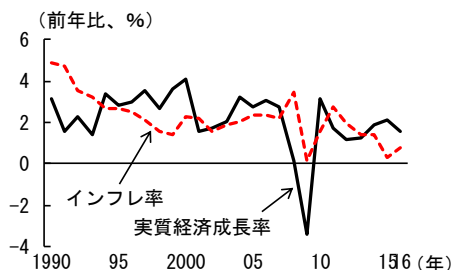
第1節 低金利・低インフレとは

世界金融危機以降、先進各国での回復のペースは緩やかなものとなっている¹。インフレ率が中央銀行の目標水準に到達していない国も多く、各国中央銀行は緩和的な政策を継続している（第1-1-1図）。直近では一部の国で長期金利の上昇がみられる（第2章第5節参照）が、この節ではより長期的な観点から、低金利や低インフレの進展の背景を論じることにより、今後の政策の方向性について示唆を得る手掛かりとしたい（第1-1-2図）。

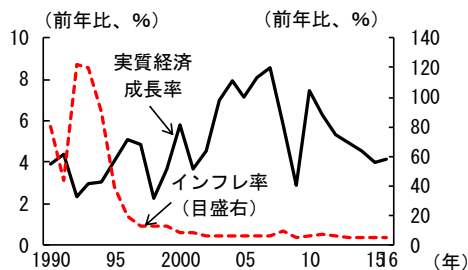
¹ 世界金融危機後の先進国の弱い回復については、「世界経済の潮流 2016 年 I」第1章第3節参照。

第1-1-1図 世界の実質経済成長率、インフレ率：
低インフレが進む

(1) 先進国・地域²

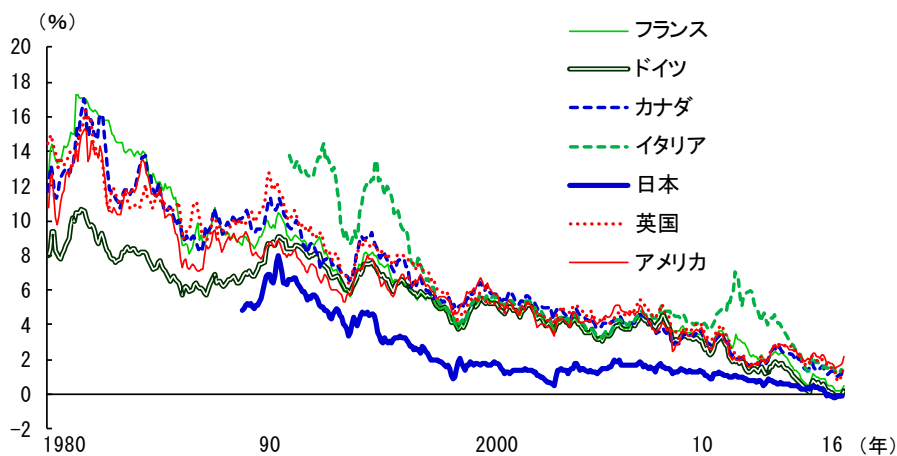


(2) 新興国・途上国



(備考) 1. IMF"World Economic Outlook October 2016"より作成。
2. 先進国・地域、新興国・途上国はIMFに従って分類。

第1-1-2図 G7各国の10年国債利回り：低下傾向



(備考) OECD.Statより作成。

以下では、低金利・低インフレそれぞれの背景について整理する。

1. 低金利の背景

先進国を中心とした緩和的な金融政策により、政策金利は歴史的な低水準で維持され

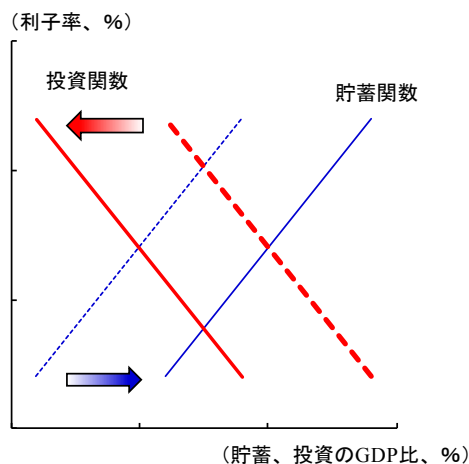
² 先進国・地域は、IMFの分類による（OECDに加盟する35か国からチリ、ハンガリー、メキシコ、ポーランド、トルコの5か国を除いた30か国及びキプロス、香港、リトアニア、マルタ、マカオ、プエルトリコ、サンマリノ、シンガポール、台湾）。

ているが、こうした短期の名目金利のみならず、長期金利も低下し低水準にとどまっている。長期金利の低下は1980年代以降のすう勢的なトレンドであることから、金融政策以外の要因も含めた複合的な影響によるものと考えられる。実質金利が低水準にとどまっていることに関する近年の国際的な議論の動向を振り返ると、(1)貯蓄の増加と投資の減少によって貯蓄・投資バランスが変化したこと、(2)国債を始めとした安全資産に対する需給がタイト化したことの2点が度々指摘されている³。以下では、それぞれの要因に関する議論の動向について整理する。

(貯蓄・投資バランスの変化)

低金利の背景として頻繁に指摘される要因の一つが、貯蓄の増加と投資の減少による貯蓄・投資バランスの変化である。実質利子率が高くなれば経済全体では貯蓄が増え、投資が減ることから貯蓄のGDP比は右上がり（貯蓄関数）、投資のGDP比は右下がり（投資関数）の関係にあると考えられ、経済全体の貯蓄は経済全体の投資と一致することから、両者の交点が均衡実質利子率に相当する。仮に何らかの事情で利子率の水準にかかわらず貯蓄意欲が上がり投資意欲が下がれば貯蓄関数は右方向にシフト、投資関数は左方向にシフトするが、貯蓄が投資を上回るようになり、両者を均衡させるために実質利子率は低下すると考えられる（第1-1-3図）。

第1-1-3図 貯蓄・投資バランス



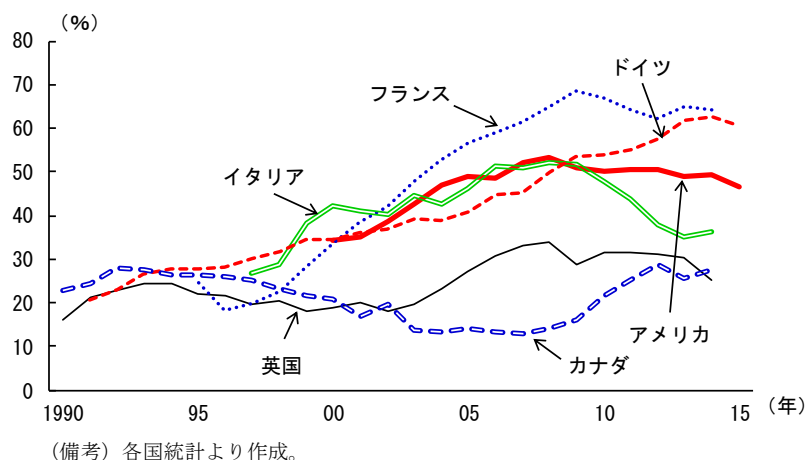
貯蓄が増加した理由については、平均貯蓄性向を押し上げる様々な要因を指摘できる。

³ 長期金利が低い背景としては、将来の短期金利予測が低いことや成長率の見通しが低いことなども指摘されている。

まず、分配面では、所得格差が拡大し富裕な資産家層が蓄えを増やした点が考えられる。リスクに対する選好の面では、世界金融危機時に将来所得の不確実性が高まったことに対応して、先進国で予備的動機から貯蓄率が上昇した⁴ことが指摘されている。これらの押し上げ要因に対し人口動態面では、ライフサイクル仮説に従えば、戦後ベビーブーマー世代が既に定年退職年齢を超えていることから、引退後に高齢化していくに伴って貯蓄の取崩しを行うため、高齢化の進展に伴い貯蓄性向にはマイナスに寄与する可能性がある⁵。

このほか、先進国で金利が低下した背景には、中国を始めとする新興国・途上国の資金が国際金融市場に流出したことによるものとの指摘もある。先進各国の国債の外国人保有比率をみると、90年以降総じて上昇傾向にある⁶（第1-1-4図）。この間、中国を始めとする新興国・途上国では国際金融市場への統合が進んでいたことから、新興国・途上国の資金が先進国の国債市場に流入し、長期金利を押し下げる方向に寄与した可能性がある。

第1-1-4図 各国国債の外国人保有比率：各国で上昇傾向



新興国・途上国で蓄えられた資金が国外に流出した背景としては、新興国・途上国における貯蓄率の上昇が考えられる。世界の貯蓄率をみると、先進国・地域がおおむね20%前後で安定的に推移しているのに対し、新興国・途上国では2000年以降急激に上昇して

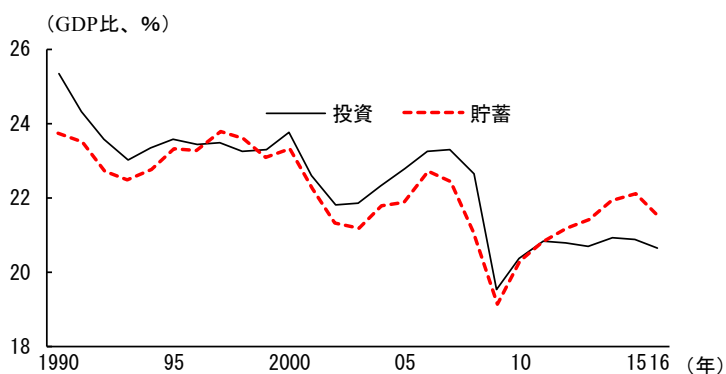
⁴ Mody et al. (2012)では、先進国での07年から09年間の貯蓄率の上昇の少なくとも4割が、予備的要因によると指摘している。

⁵ なお、労働力人口の減少に伴い1人当たりの資本装備率が上昇すると、資本の限界生産性が低下することで実質利率が下がるとの指摘もある。Calvalho et al. (2016) は両者の効果を勘案しカリブレーションを行った結果、人口要因で1990年から2014年の間に均衡利率が少なくとも1.5%ポイント押し下げられたと論じている。

⁶ 世界金融危機前の外国人保有比率の上昇については、金融規制の変更による金融統合の深化、例えばユーロ圏諸国においては、銀行部門における自国以外のユーロ圏国債の保有量の増加も指摘されている (Andritzky (2012))。

いる（第 1-1-5 図、第 1-1-6 図）。経済成長が顕著な新興国・途上国では、家計部門の所得も増加しているが、家計には過去からの習慣に従って消費行動を決める傾向があり、所得が増えてもその増加分をそのまま消費に充てることはしないと考えられることから⁷、所得の増加に伴って貯蓄率が上昇したものと考えられる⁸。また、世界全体の貯蓄に占める新興国・途上国の貯蓄シェアは 2000 年代に急上昇しており、新興国・途上国の経済成長に伴い、世界全体の貯蓄率を押し上げたと考えられる⁹。新興国・途上国は依然として高い経済成長率となっているものの、近年は以前と比較して国内に良質な投資プロジェクトが減少した結果、資金が国外に流出している可能性が考えられる。

第 1-1-5 図 先進国・地域¹⁰の貯蓄と投資の GDP 比：
世界金融危機以降貯蓄が投資を上回る



(備考) IMF "World Economic Outlook, October 2016" より作成。

貯蓄・投資バランスが変化した要因としては、投資の減少も重要な点である。特に世界金融危機以降、先進国を中心に投資収益率が低下したことや、ICT 関連を始めとした資本集約度の低い業種が台頭したことなどを背景に、先進国・地域では投資が低迷している（第 1-1-5 図、第 1-1-6 図、第 1-1-8 図）。また、資本財の相対価格をみると、1950 年以降ほぼ一貫して低下を続けていることから、投資額を減少させる要因の一つとして指摘されている（第 1-1-7 図）。ほかにも、企業の先行き不透明感の高まりによる影響が指摘されている¹¹。

⁷ 経済学的には「消費の習慣形成仮説」と呼ばれる（Carroll et al. (2000)等を参照）。

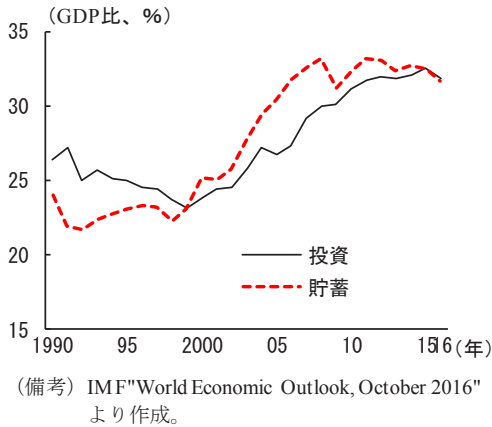
⁸ そのほかにも、中国では社会保障制度の整備が進んでいないことから、いわゆる予備的貯蓄が大きくなっているとの指摘がある。また、若年人口比率の低下と中高年人口比率の上昇といった人口動態要因も挙げられる。ただし、こうした要因は解消が進んでいるとの指摘（IMF (2014a)等）もあり、新興国・途上国の貯蓄率が 2010 年以降おおむね横ばいとなっている一因と考えられる。

⁹ Bean et al. (2015)

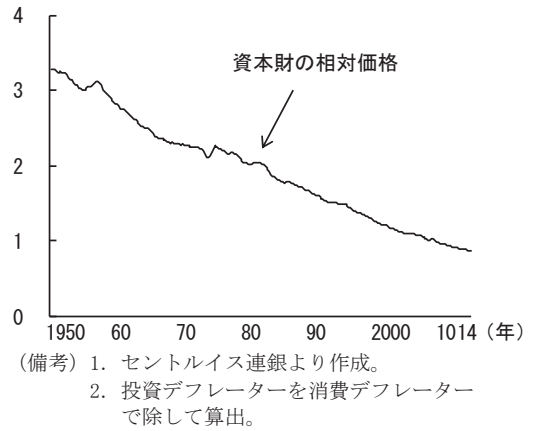
¹⁰ 先進国・地域は脚注 2 参照。

¹¹ 内閣府 (2016)

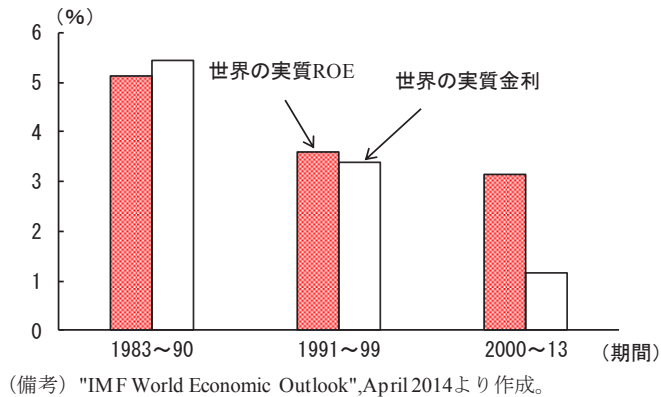
第1-1-6 図 新興国・途上国の
貯蓄と投資の GDP 比：2000 年代に上昇



第 1-1-7 図 資本財の相対価格
(アメリカ)：1950 年以降一貫して低下
(09年=1.0)



第 1-1-8 図 世界の実質 ROE 及び実質金利：
ROE の低下とともに実質金利も低下



以上のような様々な要因で貯蓄関数、投資関数の双方がより低い実質利率で均衡するようにシフトし、世界経済全体が貯蓄超過となった結果、均衡実質利率が低下したものと考えられる。

(安全資産に対する需給のタイト化)

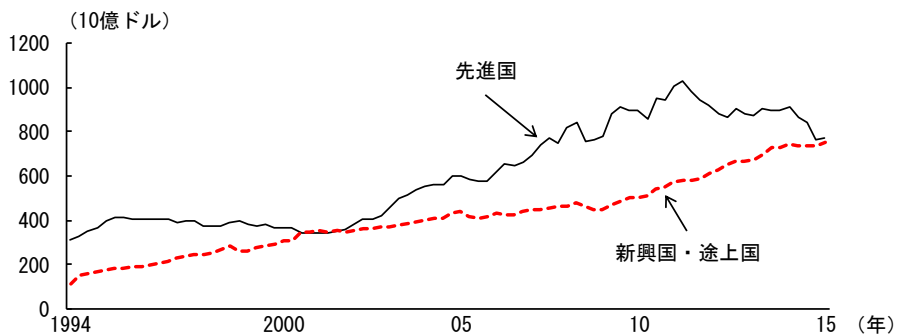
貯蓄・投資バランスの変化以外の要因としては、安全資産に対する需給がタイト化したことが考えられる。

供給面では、特に世界金融危機以降、国際金融市場での安全資産の供給制約の可能性

が指摘できる。世界の国債発行残高をみると、新興国の国債発行残高は緩やかに増加しているものの、安全資産とされる先進国の国債発行残高は 11 年 4～6 月期頃から減少し始めている¹²（第 1-1-9 図）。この背景としては、世界金融危機時に各国が行った大規模な財政出動の反動の影響が挙げられる。

需要面では、投資家がリスク回避度を高め、リスク資産と比べて安全資産保有の選好を強めているとの見方がある。また、世界金融危機以降の一連の金融規制強化によって、金融機関の安全資産に対する需要が拡大したことも考えられる。他方、安全資産に対する需要の拡大とは対照的に、世界のマーケットに存在する安全資産が減少することによって、インフレ率の低下を通じた実質利子率の上昇が起きるとする議論も見られる¹³。

第1-1-9図 先進国¹⁴と新興国の国債発行残高：先進国は減少傾向



(備考) 1. BIS"Quarterly Review"より作成。

2. 先進国 (28か国)、新興国・途上国 (110か国) はBISに従って分類。

2. 低インフレの背景

次に、先進国を中心とした低インフレの現状について述べる。低インフレの環境下で

¹² Eichengreen (2016) は格付けの高い国債などの「国際的な安全資産」が国際金融資本市場での円滑な決済や資本移動を可能にする「国際流動性」の重要な構成要素となっていると指摘し、これらのストックの減少と、金やベースマネーのストックの伸びがユーロ圏などで低いことが市場での安全資産の供給制約となっている可能性を論じた。

¹³ Andolfatto and Williamson (2015)、Caballero and Farhi (2016)。ゼロ金利制約下で人々が極端にリスク回避度を高め、流動性の高い安全資産保有に対する選好を強めると、消費も投資も減退しデフレーションが進展する結果、実質利子率が上昇する安全資産の罠 (safety trap) に陥るとしている。Landau (2014)はこうした安全資産の罠がユーロ圏の長期停滞の背景にあるとの考えから、そこから脱するには中央銀行がリスク性資産を購入し安全資産の供給をネットで増加させることが重要と指摘し、ECBによるカバードボンドやABS (Asset Backed Security: 資産担保証券) 購入プログラムを評価した。他方、新たな政府債務の発行は安全資産を増やす効果的な手法であるものの、財政及び政府債務の持続可能性の観点からは、モラルハザードの問題を起こすリスクを伴うことから、政府がガバナンスを保つことが不可欠である、との見方がある (Caballero and Farhi (2016))。

¹⁴ 第 1-1-9 図の先進国は BIS の分類による先進国で、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、キプロス、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイスランド、アイルランド、イタリア、日本、リヒテンシュタイン、ルクセンブルグ、マルタ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、アメリカの 28 か国。

は、(1)グローバル化が進み、インフレ率が他国のインフレ率と共振しやすくなったこと、(2)予想インフレ率がアンカーされなくなっていること等が度々指摘されている。

(グローバル化)

IMF (2016b) は、金融危機以降の国際的な低インフレの拡がりの最大の要因はグローバル化であると指摘している。同レポートは、低インフレがサービス部門より製造業、中でも貿易財で顕著であることから、アメリカ、中国、日本の製造業の低迷が輸入物価の低下を通じて貿易相手国にも低インフレのスピルオーバーをもたらしている、と分析している。また、BIS (Bank for International Settlements : 国際決済銀行) は、サプライチェーンのグローバル化によって、一つの製品の価格が国内要因だけでは決まらなくなりつつあり、インフレ率は年々グローバル要因に左右されやすくなってきていると指摘している¹⁵。

(予想インフレ率のアンカー)

IMF (2016b) は、世界金融危機以降、人々の予想インフレ率がアンカー¹⁶されなくなり、現在のインフレ率が過去のインフレ率により大きく依存するようになったと分析している¹⁷ (第1-1-10図)。後述するとおり、各国中央銀行はフォワードガイダンス政策を通じて予想インフレ率をアンカーすることによりマクロ経済の安定化を試みている。予想インフレ率はあまりアンカーされていないとの見方もあるものの、近年では、政策よりも原油価格等の外生的なショックによるインフレ率の低下が、適合的予想形成¹⁸によって予想インフレ率も押し下げる傾向が顕著であることも指摘されている¹⁹。

¹⁵ BIS (2016)

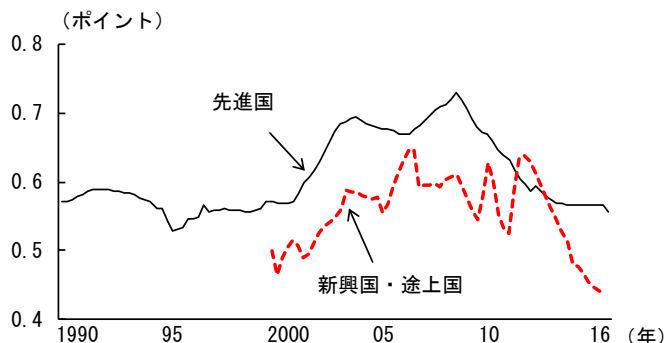
¹⁶ 予想インフレ率が一定の水準で安定的なものになっていること。

¹⁷ 理論的にも、予想インフレ率は過去の実現インフレ率、過去の予想インフレ率、及び予想時に利用できる様々な情報の影響を受けることとされており、こうした様々な情報の中には中央銀行が公表するインフレ目標も含まれる。

¹⁸ 過去のインフレ率の傾向を踏まえ、これまでの予想を段階的に修正しながら現時点の予想を形成すること。

¹⁹ Coibion and Gorodnichenko (2015)、IMF (2016b)

第1-1-10図 世界の予想インフレ率のアンカー²⁰：世界金融危機以降低下傾向



- (備考) 1. IMF "World Economic Outlook October 2016" より作成。
 2. 先進国 (39か国)、新興国・途上国 (151か国) は IMF に従って分類。
 3. IMF スタッフによる推計フィリップスカーブにおける予想インフレ率の係数 (下記推計式における γ)。

$$\pi = \gamma \pi_e + (1-\gamma) \pi(-1) + \theta u + \mu \pi_m + \varepsilon$$
 ただし π はインフレ率、 π_e は予想インフレ率、 π_m は輸入物価。 γ が大きいほど現在のインフレ率が予想インフレ率に影響されやすく、 γ が小さいほど現在のインフレ率が過去のインフレ率 ($\pi(-1)$) に影響されやすいことを示す。

(その他の要因)

グローバル化や予想インフレ率のアンカーのほかにも、インフレ率が低下した要因については諸説が提示されている。09年、サンフランシスコ連銀イエレン総裁 (当時) は、景気後退局面では経済の諸資源の稼働率が低いこと、物価や賃金の上昇圧力は極めて低いと指摘²¹したが、その後の景気回復局面でも労働市場の指標が改善するなか、賃金の伸びは比較的緩慢²²であり、これが低インフレにつながっているとの見方もある²³。

また、市中銀行が貸出を増やさなかったため、FRB (連邦準備制度理事会) や ECB (欧州中央銀行) の追加緩和策があまりインフレ率の上昇につながらなかったとの指摘も見られる²⁴。貨幣乗数の推移をみると、アメリカでは低水準にとどまっており、ユーロ圏では15年以降低下し続けている (第1-1-11図)。

²⁰ 先進国 39 か国は脚注 2 参照。

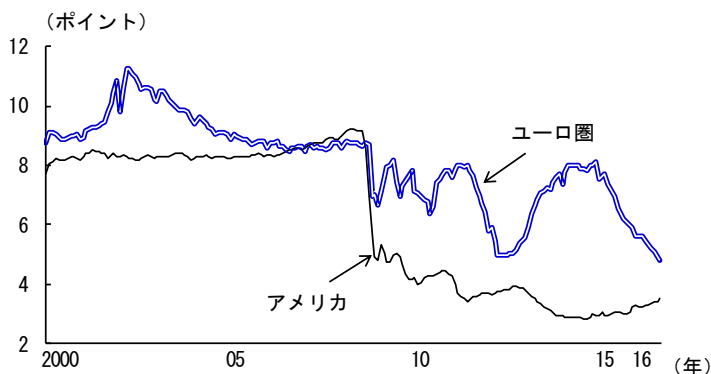
²¹ Yellen, Janet. "A View of the Economic Crisis and the Federal Reserve's Response." Presentation to The Commonwealth Club of California in San Francisco on June 30, 2009.

²² Daly et al. (2016) は、金融危機後の賃金上昇率が緩慢である理由として、(1)労働市場の改善に伴い、非労働力人口や失業者プール及びパートタイム労働から、フルタイム労働に新規入職する労働者は相対的に低賃金労働者が多いこと、(2)高齢化の進展に伴い、高賃金の退職者と低賃金の新卒者などの入替えが進んでいること、の2点を挙げている。ただし、「賃金上昇率のインフレ率への影響をどのように測るかは明確ではない」とも指摘している。

²³ IMF (2016b)

²⁴ Fawley and Wen (2013)

第1-1-11図 アメリカとユーロ圏の貨幣乗数



(備考) FRB、ECBより作成。

3. 低金利と低インフレ

ここまで、低金利、低インフレの背景をそれぞれ見てきた。このような低インフレと低金利の両立に関する議論をサーベイし、両者が併存している現状をどう理解すべきか、金融政策面でどのような対応が必要とされているのかを考えるため、マクロ経済学者や金融政策の実務家による議論を整理する。

(自然利子率の低下と低インフレ)

インフレを加速も減速もさせない、景気中立的な均衡実質利子率は自然利子率と呼ばれる。言い換えれば、物価が低水準でほぼ安定している状況（低インフレ）で、持続的に潜在成長率並みの経済成長を実現するためには、中央銀行が実質利子率を自然利子率に一致させるような政策運営を行うことが必要となる²⁵。このため、自然利子率の動向（足下の水準やトレンド等）は政策当局にとって極めて重要な情報となる。

金融政策が緩和的な効果をもたらすためには、市場における実質金利を自然利子率以下の水準に引き下げる必要がある。仮に自然利子率自体がゼロに近い低水準にあるとすれば、実質利子率をマイナス水準にまで下げない限り、需要を喚起する効果は小さい²⁶。政策金利がゼロ金利制約下にある場合、短期の政策金利が自然利子率を上回ってしまうことから、伝統的な金融政策だけでは緩和的な状況を作り出すことができなくなる。仮に非負制約がないとしても、マイナスの政策金利をすぐに家計向けの預金金利等に反映できないことから、銀行の収益性を圧迫する可能性が高いこと、また市中銀行が大量の

²⁵ 小田・村永 (2003)、Laubach and Williams (2003)

²⁶ この点については、Bernanke (2015)等参照。

貨幣を管理するコスト等を考えるとマイナス金利には下限があると考えられており²⁷、特に低インフレ下では実質金利を自然利子率以下に引き下げるのは困難となる。

自然利子率には様々な推計方法があり、アメリカを始め日本でも多くの試算結果が公表されている²⁸。これらのうち、サンフランシスコ連銀が公表するアメリカの自然利子率²⁹の推計結果が第1-1-12図であるが、90年代後半以降緩やかな低下を続けた後、近年ではマイナス水準になっている³⁰。自然利子率は短期均衡下では景気循環を背景とした需要側のショックと、潜在成長率双方の変動の影響を受ける。したがって、上述したISバランスを変化させる要因に加えて、潜在成長率を変化させる技術革新等もその変動要因であり、低下した自然利子率を引き上げるには構造政策も含めた政策対応が必要と考えられる。

第1-1-12図 自然利子率の推計値：90年代以降緩やかに低下し、
金融危機時に大幅に低下



(備考) サンフランシスコ連銀より作成。

(低金利下で生じる低インフレの問題)

従来のマクロ経済学の議論³¹に基づいて政策金利とインフレ率の関係を考えると、名目金利の引下げは企業の借入増加につながることから、企業活動の活性化と労働市場の

²⁷ マイナス幅がある程度以上になると、銀行は超過準備を現金に切り替え始めるため、大量の現金を保管しておくためのコストが生じるとされている。

²⁸ 岩田 (2016)

²⁹ Laubach and Williams (2003)に基づく推計で、定期的に更新されている。

³⁰ この他にも、長期停滞論を主張する Summers (2014)は、アメリカの自然利子率は2000年代初期には既にマイナスになっていたと指摘している。

³¹ 伝統的な理論では、低金利下では消費を先延ばしにする利益が小さいことから、現在の消費水準は高金利下に比べて上昇し、結果としてインフレ率は上昇するとされている。近年では、この消費の増加幅が小さくなっていることから、インフレ率の上昇に働きかける効果も小さくなっている可能性も指摘されている (消費の異時点間代替の弾力性の問題)。

需給の引締まりを通じて賃金を引き上げ、賃金の上昇は価格に転嫁されていく³²ため、結果としてインフレ率の上昇をもたらすことになる。一般に、インフレ率が低下した場合には名目政策金利の引下げで対応することが想定されるが、他方、先進各国の政策金利は世界金融危機以降、ゼロに近い水準で推移しており、前述の通り低インフレに対する金利面での政策対応が難しくなっている。

名目金利が低水準で安定してしまうと、中央銀行は、金融緩和が必要な時でも伝統的な手法での政策余地が極めて限定的となるため、需要を刺激することが困難になる。加えて、仮に名目金利が低い状況でデフレになれば実質金利は名目金利を上回り、経済の下押し圧力となる。セントルイス連銀のブラード総裁は、名目金利のゼロ下限制約下で政策ルールに基づく金融政策運営を行うと、ターゲットとする均衡(targeted equilibrium)ではなく意図せざる均衡(unintended steady state)においてゼロ金利かつデフレ状況になる可能性があり、後者の均衡では伝統的金融政策の範囲では政策当局はショックへの対応能力を失うため、問題となると指摘した³³。

アメリカで金融政策の正常化の議論が登場してきた頃、経済学者の間では、低金利・低インフレのリスクを考えると、緩和策の行き過ぎのコストは不足のコストよりはるかに小さい、との見解が一般的であった³⁴。FRBの政策目標である最大雇用、物価の安定のうち物価の安定については、インフレ率が多少目標を上回っても、失業率が十分下がるまでは利上げを踏みとどまるべきとする考え方が登場し、「高圧経済(high-pressure economy、平均を上回る経済成長率と低い失業率で特徴づけられる経済³⁵)に向けた金融政策」等と称された。高圧経済のメリットについてHolzer et al. (2006)は、90年代末の低失業率の期間に、高卒未満の学歴の長期失業者にも就業機会が開けたことで、そうした人々が経験を積みスキルを蓄積できる機会が大幅に高まった、との見方を示した。インフレ率が多少オーバーシュートしても問題が起きにくい根拠としては、2000年代以降世界金融危機までの間は、中長期のインフレ予想がFRBのターゲットから大きく乖離したことがないことが指摘されている。なお、高圧経済を目指す政策について、FRBイエレン議長は16年10月の講演で、経済危機の損失の修復を図るための唯一の方策であると論じている。

これに対し、低金利・低インフレ状況には問題はなく、特段の政策対応は不要との指摘も一部にある。Cochrane (2016)は、政策金利がゼロになると、インフレ率も最終的には同じくゼロ近傍に近づき安定すると考え、長期では名目利子率の変化はインフレ率の変

³² ニューケインジアンモデルではこの過程で、予想インフレ率や価格の粘着性(メニューコスト等の存在)を考慮する必要がある。

³³ Bullard (2013)

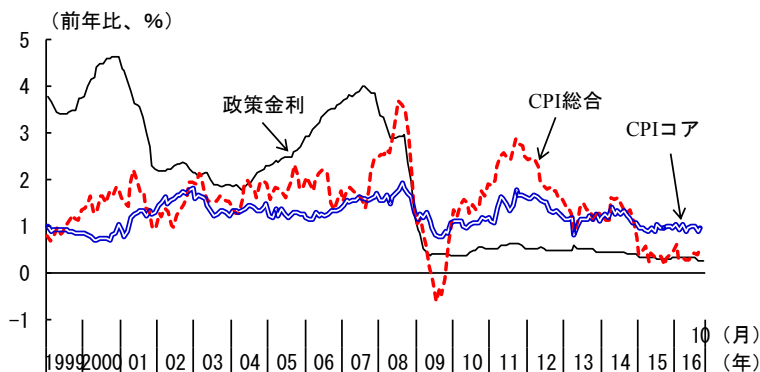
³⁴ 例えば Krugman (2014)

³⁵ Okun (1973)

化と1対1で対応するとしている³⁶。

こうした考え方に基づけば、インフレ率の低下に対して政策金利を引き下げると、結果として一層インフレ率を押し下げたため、最終的に名目金利がゼロ水準となる「低インフレ政策の罠」に陥るとの見方もある³⁷。セントルイス銀行のブロード総裁はCochrane (2016)を引用し、08年末頃以降、G7諸国の政策金利はほぼゼロ水準で推移しているが、インフレ率は12年にピークに達した後、低下の一途をたどった事実と整合的であるとしている³⁸。但し、この背後には原油を始めとする資源価格の動向も大きな影響を及ぼしていることには留意が必要であり、エネルギー価格などの影響を除いたコアCPIでみると、2000年以降ほぼ一貫して1%前後で推移していることから、Cochrane (2016)の考え方と整合的とはいき切れない(第1-1-13図)。

第1-1-13図 G7各国の政策金利、インフレ率の平均値



- (備考) 1. 各国統計より作成。
2. 算術平均値を使用。
3. 政策金利は、カナダは中銀翌日物貸出レート、フランス、ドイツ、イタリアはECB主要リファイナンス金利、英国はバンクレート、アメリカはFF金利(中間値)。また、日本は金融市場調節の操作目標を金利からマネタリーベースに変更した2013年4月まで無担保コール翌日物金利を適用し、それ以降は平均値に算入せず。
4. 物価は、カナダはCPIコア(食品・エネルギー除き) フランス、ドイツ、イタリア、英国はCPIコア(エネルギー・食品・アルコール・タバコ除き)、日本はCPIコア(生鮮食品・消費税率引上げの影響除き)、アメリカはPCEコアデフレーター(食品・エネルギー除き)。

次節では、こうした低金利・低インフレが併存する環境において、政策当局が採るべき具体的な財政・金融政策の在り方に関する議論の動向を具体的に述べる。

³⁶ 但し、Cochrane (2016)では政策金利を安定的に運営してもインフレ率が安定しない時期があったとして、それに対する説明を物価水準の財政理論 (FTPL) に求めた。

³⁷ Williamson (2016)

³⁸ Bullard (2015)