

「総括的検証」で積み残された課題 波及メカニズムの目詰まりに対し金融政策では限界

経済調査部主任エコノミスト

徳田秀信

03-3591-1298

hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp

- 総括的検証では、2%インフレ未達成の原因として3つの「外的要因」を強調。しかし、これ以外に、「金融緩和の波及メカニズム」自体が目詰まりしたという誤算があったと考えられる
- 円安に伴う物価上昇時に賃金上昇が追いつけなかったのが、2%インフレ未達成の最大の原因。賃上げに向けては、金融政策だけでなく、財政政策や構造改革も含めた政策総動員が必要
- 財政政策は、少子化対策など経済成長に資する内容への組替えを中心にすべき。構造改革は、労働市場改革にてこ入れ余地が大きい。また、それと補完関係にある教育・社会保障の改革も不可欠

1. 2%インフレ未達成の原因は、総括的検証で挙げられた「外的要因」だけではない

(1) 総括的検証では、2%インフレ未達成の原因を3つの「外的要因」で説明

9月21日に発表された日本銀行の「総括的検証」では、「量的・質的金融緩和」の開始から約3年が経過したにもかかわらず、2%インフレが未達成となっている要因について、①原油価格の下落、②消費増税後の需要低迷、③新興国経済の減速とそれに伴う金融市場の混乱、という3つの「外的要因」が挙げられた（図表1）。日本銀行にとってコントロール不可能なこれらの3要因によって、実績のインフレ率が下振れし、さらに「適格的期待形成」の下で、予想物価上昇率も下振れしたことが、2%インフレを達成できなかった原因という整理だ。裏返せば、黒田総裁の定例記者会見でも言及されたように、これらの「外的要因」が生じなければ、2%インフレは達成できていたとの見解である（図表2）。

しかし、こうした見方は、日本における低インフレの根強さを過小評価していると言わざるを得ない。実際、2014年にかけてみられた物価上昇は、食料品やエネルギーの寄与が大部分を占めており、円安による輸入コスト増を通じた一時的影響が大きかったと考えられる（次頁図表3）。「異次元」の

図表1 総括的検証で挙げられた
2%インフレ未達成の要因

要因	詳細
(1) 外的要因	①原油価格の下落
	②消費税率引き上げ後の需要の弱さ
	③新興国経済の減速とそのもとの国際金融市場の不安定な動き
(2) 適格的な期待形成	①～③の中で、もともと適格的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたこと

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

図表2 黒田総裁の定例記者会見における発言

黒田総裁の定例記者会見における発言
そういったこと(※外的要因)がなければ2%に達していただろうということは言えると思います。
外的要因で実際の物価上昇率が下がるということがなければ、順調に予想物価上昇率も上がっていったと思います。現に、「量的・質的金融緩和」を導入して、2014年には物価上昇率が1.5%までいったわけです。その後、原油価格の下落その他によって、実際の物価上昇率が下がっていくという過程で、「適格的な期待形成」が大きく影響したということは否めないと思います。

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

金融緩和により年率20%超の円安という最大限の追い風を起こしたにもかかわらず、インフレ率が2%に届かなかったことを虚心坦懐に捉えれば、仮に「外的要因」がなかったとしても、持続的な2%インフレの達成は難しかったと評価される。

(2) 総括的検証で触れられなかった「金融緩和の波及メカニズム」を巡る3つの誤算

「量的・質的金融緩和」の実施にもかかわらず、2%インフレを達成できていない原因として、総括的検証で挙げられた「外的要因」以外にも、「金融緩和の実体経済への波及メカニズム」自体が想定通り機能せず、目詰まりを起こしてしまったという誤算があったと考えられる。

a. 円安でも輸出数量が増えなかったという誤算

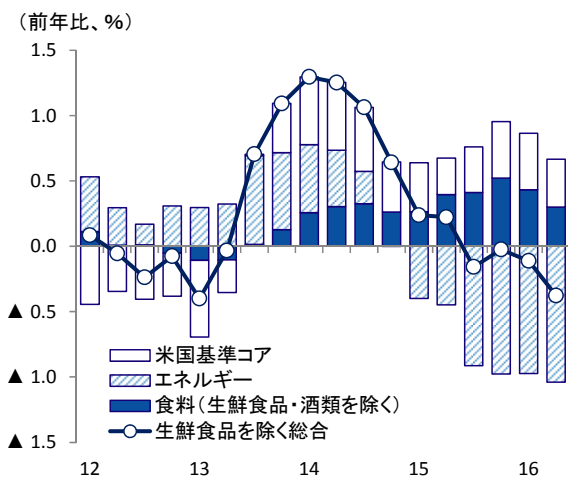
まず、金融緩和に伴う円安でも輸出数量が伸びなかったことは、日本銀行にとっても誤算だったとみられる¹(図表4)。2013年4月の展望レポートをみると、「為替相場の円安方向の動きにも支えられ、わが国の輸出は増加していくと見込まれる」と記載されており、当時の日本銀行が円安による輸出増に期待を寄せていたことがうかがわれる。仮に、円安による輸出数量の押し上げ効果が十分に出ていれば、設備投資への波及を通じて、物価の基調はさらに改善していた可能性が高い。

なお、円安でも輸出数量が伸びなかった要因としては、長期的なトレンドとして、①新興国企業の競争力向上により、日本の輸出シェアが奪われていることや、②新興国のインフラやサプライチェーンの整備が進む中で、日本企業の海外生産が増加していることが大きいとみられる。これらに加えて、③リーマン・ショック後の円高時に計画された大型の海外投資案件が実行時期を迎えたことも、輸出数量が伸びなかった一因と考えられる。

b. 実質金利低下でも設備投資が増えなかったという誤算

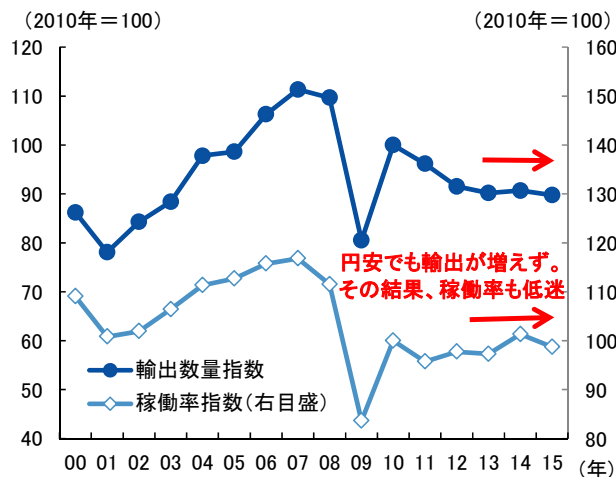
「量的・質的金融緩和」によって実質金利の低下は生じたものの、設備投資が十分に増えたとは言い難い。この背景には、①上述した輸出数量が伸びなかったことによる影響のほかに、②企業部門がもともとカネ余りであり、実質金利低下が設備投資の拡大に直結しにくい状況にあったこと(次頁図表5)、③「攻め」のコーポレート・ガバナンス改革に伴い、継続的に高めのROE水準が求められる中で(次頁図表6)、投資採算を低下させてまで設備投資を行いにくくなっていることや、短期的な赤字を覚悟してまで長期的な視点からの投資に踏み切りにくくなっていることなどがある。

図表3 インフレ率の寄与度分解



(資料)総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

図表4 輸出数量と稼働率



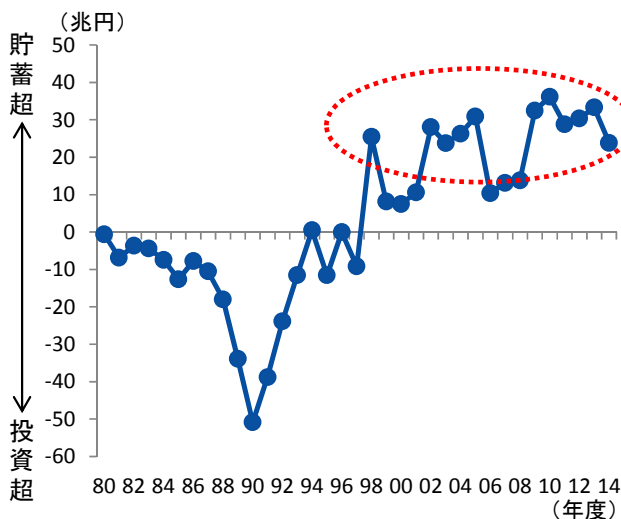
(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

c. 物価上昇に対して、賃金上昇が追い付かなかったという誤算

波及メカニズムを巡る最大の誤算は、円安に伴う物価上昇に対して、賃金上昇が十分に追いつかなかったことだろう²。先述のように、円安によって輸入コストが増加したことから、食料品やエネルギー（電気やガソリンなど）などの価格は上昇した。これらは、家計にとって身近な必需品であることから、こうした必需品価格の上昇に伴って、家計の体感物価は実際の物価上昇率以上に高まった（図表7、8）。

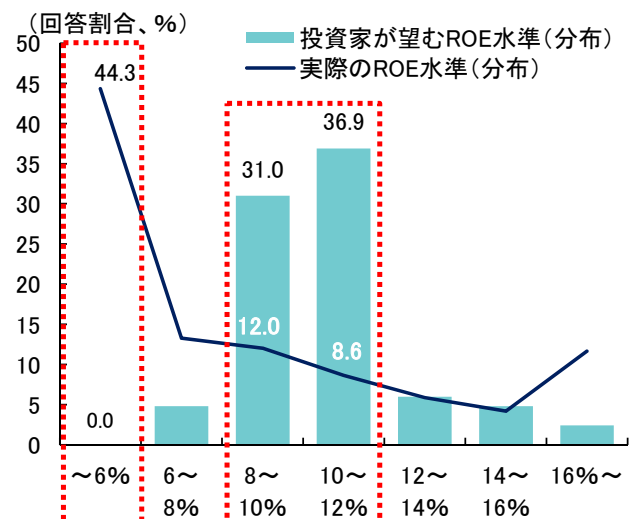
一方、賃金は、「量的・質的金融緩和」の導入前からは伸びが高まったものの、家計の体感物価に比べると緩やかな上昇にとどまった。人手不足が深刻化している建設業界や政権からの直接的な賃上げ要請を受けた大手企業などでは賃上げの動きが強まったものの、全体としては、賃上げの動きが中

図表5 企業部門の貯蓄・投資バランス



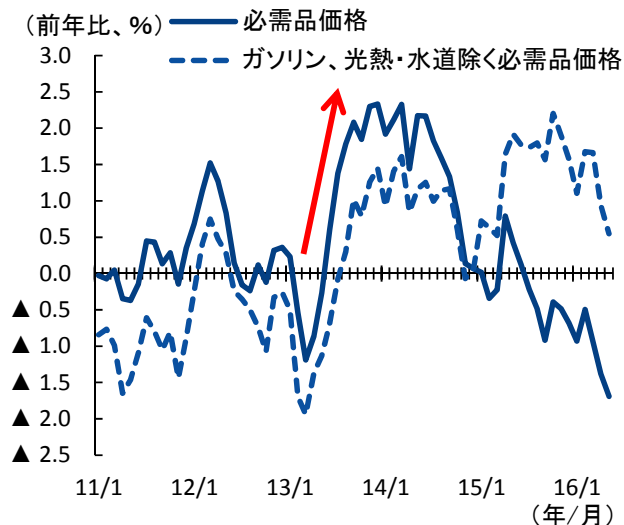
(資料) 内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所作成

図表6 投資家が考える中長期的に望ましいROEの水準と現状



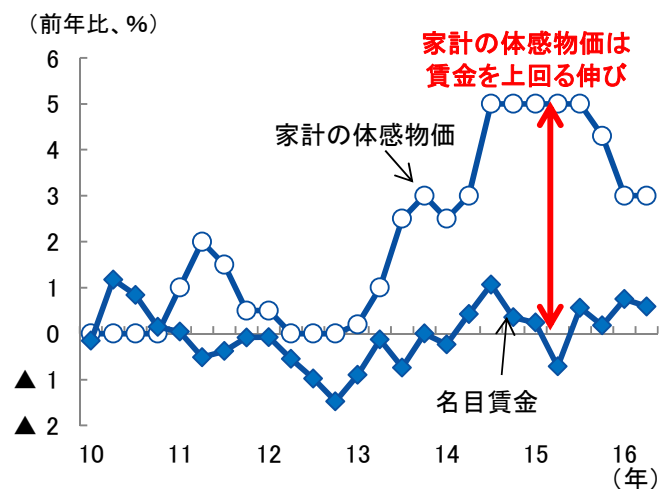
(資料) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より、みずほ総合研究所作成

図表7 必需品価格の推移



(注) 2014年4月の消費税率引き上げの影響を除くベース。
(資料) 総務省「消費者物価指数」より、みずほ総合研究所作成

図表8 体感物価と賃金上昇率のギャップ



(注) 家計の体感物価は、「1年前に比べ現在の物価は何%変化したと思うか」との質問に対する回答の中央値。
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」より、みずほ総合研究所作成

小企業も含めて幅広い企業へ波及するには至らなかった。賃金上昇が物価上昇に追いつけなかったことは、個人消費が再び低迷し、企業の値上げの動きが慎重化する大きな要因になったと考えられる。

（３）「波及メカニズム」に誤算が生じた背景には、日本経済の成長力低下

「実体経済への波及メカニズム」が想定通り機能しないという誤算が生じた原因には、日本経済の成長力低下があると考えられる。先ほど、円安でも輸出数量が伸びなかった理由として、新興国の競争力向上による日本の輸出シェア低下を挙げたが、これはまさに日本経済の成長力低下を示す事象といえる。また、実質金利低下でも設備投資が力強さを欠く要因である企業部門のカネ余りや、「攻め」のコーポレート・ガバナンスに伴う弊害については、その前提として、期待成長率の低下により魅力的な投資機会が乏しいことがある。賃金上昇率が鈍いという点も、持続的な事業拡大の見込みが立たなければ、企業経営者としては思い切った賃上げに踏み切りづらいという事情があるだろう。

２．「波及メカニズム」の目詰まりに対して、金融政策だけでは限界。少子化対策や構造改革の加速が不可欠

（１）「新たな政策枠組み」で金融緩和の持続性を確保。もっとも、「波及メカニズム」の目詰まりという本質的問題への対応は困難

「総括的検証」においては、2%インフレの達成に時間がかかる可能性が指摘され、それを踏まえた新たな金融政策の枠組みでは、金融緩和が持続可能な枠組みへと修正された。これまでの枠組みでは、マネタリーベースという「量」の拡大が金融緩和の中心であったため、いずれ避けられない国債買入れ額の縮小は、政策の引締めと解釈される可能性があった。これに対して、新たな政策枠組みでは、「量から金利」へと金融緩和策の軸足が移されたため、国債買入れ額を減額しても、政策の引き締めではないという説明が可能になった。また、長期金利のコントロールを導入することで、金融仲介機能への副作用に配慮したことも、今後のマイナス金利深堀りという追加緩和の余地を確保するものといえる。

一方、本質的な問題である「実体経済への波及メカニズム」自体に目詰まりが起きている点に対しては、新たな政策枠組みでも対応は困難である。ただし、これは日本銀行の責任ではなく、そもそも金融政策の限界を超えた問題である。先述したように、「実体経済への波及メカニズム」の目詰まりの根本的原因は潜在成長率の低下にあり、この対応は金融政策ではなく、財政や構造改革の役割と考えられるためだ。

（２）継続的な財政拡大へのコミットメントを求める声もあるが、現時点ではリスクが過大

以上のような金融政策の限界に対する認識は徐々に広がっており、その中で財政出動を求める声も高まっている。ただし、通常の財政出動（経済対策の補正予算による実行）は一時的な需要拡大に過ぎないため、持続的な2%インフレ達成に向けた効果は限定的だろう。2%インフレの達成に資する形で財政を活用するためには、継続的な財政拡大へのコミットメントを行うことで、長期的な成長期待やインフレ期待に働きかける必要があるとみられる。実際、著名な経済学者の1人であるSimsは、2016年のジャクソンホール講演において、2%インフレの達成まで消費増税を延期することを提言している³ (Sims (2016))。

しかし、継続的な財政拡大へのコミットメントは、想定通りにインフレが達成できなかった場合に、

財政破たんを招いてしまうリスクが大きく高まってしまふ。今後、経済危機が生じた場合には有力な選択肢になる可能性があるが、現段階における継続的な財政拡大へのコミットメントは、ベネフィットよりもコスト（財政破たんリスク）の方が大きく、現実的な政策とは言えない。また、このように政策としての現実性が疑われる状況では、政府がコミットメントを行ったとしても、それに対する民間部門の信認が得られず、意図された長期的な成長期待やインフレ期待の引き上げという効果は生じないだろう。

（3）労働市場改革は、てこ入れの余地が大きい

以上を踏まえると、財政政策については、規模の拡大ではなく、経済成長に資する内容への組み替えを中心に行うべきだ。長期的な経済成長の観点からは、人口減少に終止符を打つことが重要であり、そのためには、子育て・教育支援への公的支出のシフトが求められる。特に日本の社会保障は、医療保険や公的年金による現役世帯から高齢世帯への再分配が中心となっており、国際的にみて子育て・教育への支出が少ないことが問題視されている⁴。今後も高齢化等の影響で医療や年金に対する公的支出は増大するが、そのうちの一定割合を抑制し、子育て・教育支援に振り向け続けることで、支出構造のシフトを達成すべきである。

成長期待を高めるためには、構造改革の役割も重要だ。このうち、てこ入れの余地が大きい分野として残されているのは、労働市場改革であろう。「金銭解決制度⁵」を含む解雇規制の明確化⁶やそれを補完するための教育（職業訓練の充実など）・社会保障制度（セーフティネットや年金のポータビリティ改善など）の改革を進めることで、成長分野への雇用シフトや、さらには企業の設備投資・賃上げの後押しといった効果が期待される。イノベーション創出力の観点からも、研究・開発を担う部門で多様なバックグラウンドの人材を集めやすくなることで、知の融合によるイノベーション活性化といった効果が見込まれるだろう⁷。

補論. インフレ率の決定メカニズムに関する学説整理

大規模な金融緩和にもかかわらず、インフレ率や賃金上昇率が十分に高まっていない状況に対して、「経済学者の失敗」⁸と言われることがある。政府や日本銀行は経済学者の提言に沿った政策を実施しており、それでも2%インフレが未達成となっているのは、政府・日銀の失敗ではなく、経済学者（および経済学）の失敗であるという意味だ。こうした状況が日本だけでなく世界的に生じつつあることから、現在は経済学自体が変革を求められる時期を迎えたとみることができるだろう。以上の問題意識を前提に、補論では、インフレ率の決定メカニズムに関するマクロ経済学の変遷を概観し、理論からみた現状の位置づけと今後の政策方針を整理していこう。

（1）標準的学説である「ニューケインジアン」は、インフレ率の短期的変動が主な分析対象。

日本のように「常態化」した低インフレに対しては、分析ツールとしてかみ合わず

インフレ率の決定メカニズムについては、学説が変遷してきているが、現時点で最も標準的な理論は、「ニューケインジアン」と呼ばれる学説であろう。そこでは、「インフレ率は、足元の需給ギャップと将来のインフレ期待によって決まる」という内容を表す「ニューケインジアン・フィリップスカーブ」が中核的な考えとなっている⁹。日本銀行が、金融政策によるインフレ期待への働きかけを重視するのも、「ニューケインジアン」の考え方が表れたものとみられる（図表9黒字部分参照）。

「ニューケインジアン」の学説がインフレ期待の役割を重視すること自体は、妥当であると考えられる。ただし、「ニューケインジアン」の学説を日本に適用する上では、その主な分析対象が、インフレ率の短期的な変動（景気循環などに伴う変動）となっていることに注意が必要だ。「ニューケインジアン・フィリップスカーブ」の数学的な導出過程をみると、インフレ率のトレンド（定常）インフレ率からのかい離（以下「インフレ率ギャップ」）についての式となっていることが分かる¹⁰。すなわち、「ニューケインジアン・フィリップスカーブ」の内容を正確に述べると、「インフレ率ギャップは、足元の需給ギャップと将来のインフレ率ギャップの期待によって決まる」となる¹¹（図表9赤字部分参照）。

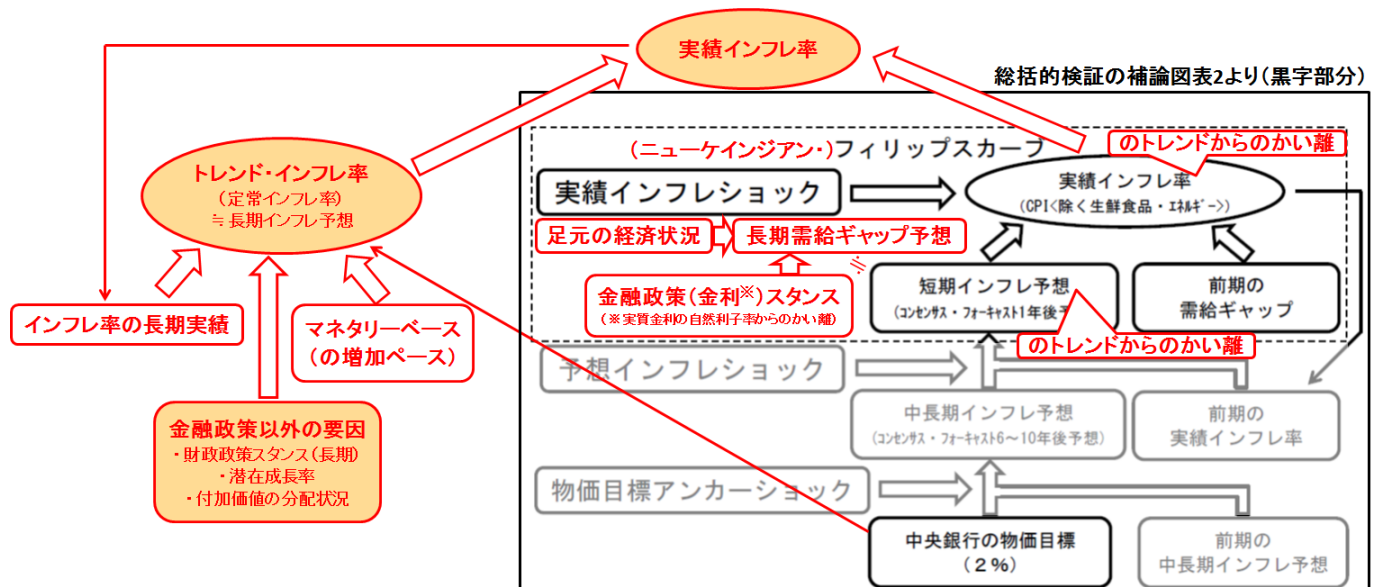
一方、日本でみられるような20年近くにわたる低インフレの「常態化」は、「インフレ率ギャップ」ではなく、トレンド（定常）インフレ率の低下と捉えるべきである。そうだとすると、「インフレ率ギャップ」の安定が重たる関心事項である「ニューケインジアン」の学説は、日本の低インフレに対する分析ツールとしては、必ずしも適切ではないというべきだろう¹²。

（2）2008年の金融危機以前は、トレンド（定常）インフレ率も中央銀行がコントロールできるとの見方がコンセンサス

トレンド（定常）インフレ率の決定要因を取り扱う学説には、どのようなものがあるだろうか。伝統的な考え方は、貨幣供給量の変動がインフレ率に影響するという「貨幣数量説」である。フリードマンに代表される「マネタリズム」は、この貨幣数量説を前提として、ルールに基づく貨幣供給量のコントロールを主張した。

しかし、1980年代ごろから貨幣供給量とインフレ率との関係が不安定化したことから、貨幣供給量の操作のみで、トレンド（定常）インフレ率をコントロールすることは困難であると考えられるようになった。そうした状況で、各国の中央銀行が導入し始めたのが、「インフレターゲット」である。

図表9 インフレ率決定メカニズムの概念図（総括的検証の補論図表2に加筆）



（注）総括的検証の補論図表2（黒字部分）に赤字で加筆したものの。

（資料）日本銀行より、みずほ総合研究所作成

この背景にある考え方は、中央銀行が設定するインフレ目標が、人々のインフレ期待の形成に働きかけることで、トレンド（定常）インフレ率のアンカーの役割を果たすというものだ。実際、2008年の世界金融危機が生じるまでは、トレンド（定常）インフレ率の決定要因として、中央銀行の設定するインフレ目標（明示の設定だけでなく、暗黙の設定も含む）が重要であるという分析がなされてきた（Cogley and Sbordone (2008) 参照）。

（3）現在では、トレンド（定常）インフレ率のコントロールは、金融政策だけでは困難との見方が優勢に

世界金融危機後になると、低インフレの慢性化が世界的な現象となったことから、単純に中央銀行がインフレ目標を設定するだけで、トレンド（定常）インフレ率を引き上げることは困難であるとの認識が広がってきた。例えば、F R B議長のYellenは、2015年の講演で、インフレ目標の設定のみで人々のインフレ期待に影響を与えられるとの見方に疑問を呈している¹³。

そうした中で、トレンド（定常）インフレ率の決定要因に関する様々な議論が展開されている。代表的な考え方をみると、まず、本論でも紹介したSimsに代表される「物価水準の財政理論」(Sims (1994)、Woodford (1995)) が挙げられる¹⁴。これは、財政政策のスタンス（将来の財政赤字の見通し）が、物価水準に影響するというもので、理論的には「政府の予算制約式の横断面条件（財政の持続可能性を担保する条件）¹⁵」を物価水準の決定式として扱うことで導出される。日本や欧州などのように、政府が将来の財政健全化にコミットメントを行っている、人々が将来の増税を予想し、その結果、需要低迷・低インフレが続くという議論を、数学的に厳密な形で確認したものといえる。「物価水準の財政理論」の立場からは、トレンド（定常）インフレ率を引き上げるためには、持続的な財政拡大が基本的な対応策になる（Sims (2016)）。

ただし、「物価水準の財政理論」においても、財政拡大に慎重な見方がある点は注目される。例えば、Andrade and Berriel (2016) は、持続的な財政拡大がインフレをもたらすものの、インフレに伴うコストが金融機関に集中し、金融仲介機能が害される結果として、スタグフレーションを招いてしまうと指摘している。

「物価水準の財政理論」以外には、Summersの「長期停滞論」も、トレンド（定常）インフレ率の低迷を説明する議論といえるだろう。「長期停滞論」においては、格差拡大や長寿命化などのトレンドが貯蓄率を引き上げる一方¹⁶、人口減少や有形固定資産を抑制する方向でのデジタル技術の進歩¹⁷が投資性向を押し下げる方向に働くことで¹⁸、貯蓄超過が進んだとされる。貯蓄超過が「自然利子率」の押し下げをもたらすことで、慢性的な需要不足や低インフレの原因になったという説明だ。Summersは、低インフレへの対応策として需要の底上げを主張しており、具体的には、規制改革による民間投資の呼び込み、経済連携協定締結などによる輸出促進、公共投資拡大（低金利を利用した公共インフラの質改善）¹⁹などを求めている。

以上のように、現時点では「常態化」する「低インフレ」の要因について、経済学者間の明確なコンセンサスはないものの、金融政策だけでは限界があるという認識は広がってきているといえる。ただし、日本の政策対応を考えていく上では、こうした議論の表面のみを捉えるのではなく、その背後にある前提条件を吟味して、日本への適応可能性を見極めていくことが求められる。

参考文献

- 生田大輔 (2010) 「わが国解雇法制における金銭解決制度導入の可能性」 (『東京大学法科大学院ローレビュー』 Vol. 5)
- 池添弘邦 (2002) 「解雇法制—日本における議論と諸外国の法制—」 (日本労働研究機構『労働政策レポート』 Vol. 2)
- 厚生労働省 (2016) 『2015年 海外情勢報告』
- Andrade, M. S. and T. C. Berriel (2016), “Is there an Output Free Lunch for Fiscal Inflationary Policies?,” *Textos para discussão*, No. 650, Department of Economics PUC-Rio
- Cogley, T. and A. M. Sbordone (2006), “Trend Inflation and Inflation Persistence in the New Keynesian Phillips Curve,” *FRB of New York Staff Report* (270)
- Cogley, T. and A. M. Sbordone (2008), “Trend Inflation, Indexation, and Inflation Persistence in the New Keynesian Phillips Curve,” *The American Economic Review*, 98 (5), 2101-2126
- Fleming, L. (2004), “Perfecting Cross-Pollination,” *Harvard Business Review*, 82 (9), 22-24
- Ljungqvist, L. and T. J. Sargent (2012), *Recursive Macroeconomic Theory*, MIT press
- OECD (2016), *Education at a Glance 2016*
- Sargent, T. J. and N. Wallace (1984), “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” *In Monetarism in the United Kingdom*, 15-41, Palgrave Macmillan UK
- Sims, C. A. (1994), “A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy,” *Economic theory*, 4 (3), 381-399
- Sims, C. A. (2016), “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence,” *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*
- Summers, L. H. (2014), “US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics*, 49 (2), 65-73
- Walsh, C. E. (2010), *Monetary Theory and Policy*, MIT press
- Woodford, M. (1995), “Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate,” *In Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1-46
- Yellen, J. L. (2015), “Inflation Dynamics and Monetary Policy,” *At the Philip Gamble Memorial Lecture*, University of Massachusetts

¹ 円安でも輸出数量が伸びなかったことは、総括的検証の「外的要因」に挙げられた「③新興国経済の減速とそれに伴う金融市場の混乱」が生じる以前から指摘されている問題であり、両者は区別される要因である。

² 日銀の「総括的検証」でも、補論4において、日本で「適合的な期待形成」が強い背景として、賃金交渉（春闘）の問題が扱われている。ただし、あくまで補論としての扱いであり、2%インフレ未達成の主因には位置づけられていない。

³ Sims (2016) において、“In Japan, this might be achieved by explicitly linking planned future increases in the consumption tax to hitting and maintaining the inflation target.” と述べられている。

⁴ OECD (2016) では、日本の公的教育支出 (GDP比) は、OECD 諸国の中で2番目に低いと報告されている。

⁵ 違法解雇の「金銭解決制度」の法制化に対しては、反対論が根強い。しかし、既に下級審の裁判例では、①経済的補償（退職金の上乗せなど）を整理解雇の相当性判断の1要素として考慮するものや、②違法解雇に対して、将来の逸失利益の賠償を認めるものがあり、事実上は金銭解決が認められているといえる（生田 (2010)）。制度として明確化する方が、解雇の有

効性に関する予見可能性が高まり、また補償金額の相場も形成されるため、労使双方にとって有益だろう。

⁶ 他の主要国（英独仏）においても、抽象的には日本の解雇権濫用法理（労働契約法 16 条「解雇は、客観的に合理的な理由を欠き、社会通念上相当であると認められない場合は、その権利を濫用したものとして、無効とする。」）と同様の解雇規制がある（池添（2002）、生田（2010）、厚生労働省（2016）など。なお、米国では解雇権濫用法理に相当する法律上の制度はなく（随意雇用の原則）、雇用契約や労働協約で定められる）。日本の解雇権濫用法理は、抽象的な文言としては妥当と考えられるが、当事者の予見可能性を高め、かつ労働者の職種や待遇などに応じて柔軟（同様の事案に対しては統一的）な判断がなされるように、考慮要素の立法化が必要である（国家戦略特区において、裁判例を分析・類型化した「雇用指針」が作成されたが、法的効力を持たない）。

⁷ 多様な知の融合がイノベーションにおいて重要であることは、Fleming（2004）などを参照。

⁸ Peterson 国際経済研究所の Posen 所長に対する Wall Street Journal のインタビューより（2016/6/9 掲載）。

⁹ 具体的な数式は以下の通り。

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t$$

なお、 π_t : インフレ率、 $E_t \pi_{t+1}$: インフレ期待、 x_t : 需給ギャップ、 β : 主観的割引率、 κ : フィリップスカーブの傾き。

¹⁰ 標準的な「ニューケインジアン・フィリップスカーブ」は、トレンド（定常）インフレ率をゼロと仮定して導出される（Walsh（2010）など参照）。

¹¹ 同様の問題意識を持った先行研究には、Cogley and Sbordone（2006）などがある。Cogley and Sbordone（2006）では、トレンド（定常）インフレ率にゼロ以外の値を仮定して「ニューケインジアン・フィリップスカーブ」を修正し、実際のインフレの粘着性を説明している（標準的な「ニューケインジアン・フィリップスカーブ」では、実際のインフレの粘着性を説明できないとされる。そのため、補助的に後ろ向き（backward-looking）の期待形成などが導入されることが多いが、理論的な一貫性に欠けるとの批判がある）。

¹² 同様の問題意識は、金融危機後の米国でも広がっているとみられる。例えば、「長期停滞論」者の Summers は、「今では、所与のトレンド周辺への安定化に向けた微調整に関心が寄せられるのではなく、長期停滞を回避することに関心が集中している（Now, instead of being concerned with minor adjustments to stabilize about a given trend, concern is focused on avoiding secular stagnation.）」と述べている（Summers（2014））。

¹³ Yellen（2015）において、次のように述べられている。“long-run inflation expectations become anchored at a particular level only after a central bank succeeds in keeping actual inflation near some target level for many years. For that reason, I am somewhat skeptical about the actual effectiveness of any monetary policy that relies primarily on the central bank’s theoretical ability to influence the public’s inflation expectations directly by simply announcing that it will pursue a different inflation goal in the future.”

¹⁴ なお、「物価水準の財政理論」と類似した学説として、「インフレ率の財政理論」（Sargent and Wallace（1984）、Ljungqvist and Sargent（2012））もある。

¹⁵ 直観的には、政府の債務返済能力を超えて国債発行を続ける「ねずみ講」（Ponzi scheme）が発生しないための条件ということができる。

¹⁶ 新興国の大幅な外貨準備蓄積、中国など一部新興国からの大幅な資本逃避、不確実性の増大、家計部門のディレバレッジなども、貯蓄率上昇の要因とされる。

¹⁷ 例えば、電子ファイルを保存すれば、物理的な書類を保存するオフィス・スペースや設備（キャビネなど）は不要になることが挙げられている。また、近年の技術革新を主導している Apple や Google のような企業が、その技術や経済活動の特性として、従来ほど物理的設備を必要としないことも指摘されている。

¹⁸ これらの他に、金融危機後のバランスシート調整や資本財の価格低下なども、（名目の）投資需要の低下要因とされる。

¹⁹ ただし、民間部門の自信を強めるため、長期の財政健全化にはコミットすべきとされる。