

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

伊豆 久

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました伊豆でございます。本日はよろしく願います。

今日は、日本銀行の異次元緩和についてお話しさせていただきますが、このテーマにつきましては、すでに多くの方がいろんな角度から議論しておられますので、私が新たに付け加えられることはいらないように思います。

ただ、私が一つ興味を持ちましたのは、昨年一

〇月三二日の追加緩和の決定についてです。広く報道されておりますように、その際の政策委員の表決は五対四の一票差でした。票が割れた理由、特に反対された方の理由は、追加緩和のメリットがそれほど期待できない中で、デメリットが心配されるということであつたと言われております。

その通りなんです、その時の議事要旨や、反対された政策委員の方々、あるいは賛成された、特に黒田総裁と執行部の方々のこれまでの講演録、記者会見録などを読みますと、単に追加緩和のメリットとデメリットをめぐって意見が割れた

というだけでなく、もつと根本的なところ、例えば、そもそも「物価目標2%」とはどういう意味か、あるいは「二年程度を念頭に」はどのように解釈されるのか、「インフレ期待」はどのように形成されるのか、といった点に関して、意見が大きく異なっていることがわかります。

そうした議事要旨や講演録は、全て日本銀行のホームページで紹介されておりますので、いわゆる日銀ウォッチャーの方々にはよく知られていることかとは思いますが、あまり一般に取り上げられることはないように思いますので、今日はそこに焦点を当ててお話をさせていただきたいと思います。

(異次元緩和の「政策内容」)

資料1ページの「はじめに」というところに書いておりますが、御案内のとおり、異次元緩和

は、二〇一三年四月四日に発表され、昨年一〇月三十一日に追加緩和が発表されました。「異次元」と言われる所以は、まずその「内容」、つまりマネタリーベースを二年で二倍にするという量的緩和の規模が、非常に大きかったことです。加えて、長期国債の買入れ年限を延ばし、ETFやJ-REITといったリスク資産の購入額を大きくするなど、中央銀行が資産価格への介入に大きく踏み出したことも、従来の常識では考えられないことでした。

(異次元緩和の「波及経路」)

政策の「波及経路」につきましても、資産価格のリスクプレミアムを縮小し、それによって民間金融機関のポートフォリオのリバランスをもたらす、例えば銀行から企業への貸し出しを増やすといった効果だけでなく、市場全体のインフレ期待

を転換するという形で、「期待」に多くを求めている点が従来と大きく異なります。他方、こうした量的緩和を行うと、緩和する時はいいが引締めに転じることができるのか、いわゆる「出口」に向かうことが可能なのか、長期金利の大幅な低下が銀行の利ざやを縮小するのではないか、国債の流通市場に歪みが生じるのではないかといった指摘も、当初よりなされてきました。

政策の実際の効果につきましても、確かに景気の底打ちですとか、去年の春から夏にかけてインフレ率の上昇が見られたわけですが、それらもインフレ期待の転換がもたらした効果というより、緩和策が円安をもたらし、それが輸入物価を引き上げたにすぎないとか、円安による株価の上昇が消費の拡大等の景気押し上げ効果を持ったわけが道筋が違うといった批判がなされてきました。

（異次元緩和の「目標」）

こうした「内容」や「波及経路」については、評価する側からも批判する側からもすでに様々な指摘があるわけですが、「二年程度を念頭に、物価安定の目標2%を実現する」という量的質的緩和の「目標」そのものについては、それが実現できるかどうかが議論されることはあっても、この目標設定そのものの性格については当然のことと受け取られて、あまり議論されることがなかったように思います。

この点について、昨年一〇月に追加緩和が実施されたことから、黒田総裁はじめ執行部は、この「二年程度」と「2%」について、かなり厳格に考えておられる、つまり、なんとしても二年程度のうち二・〇%まで引き上げるつもりらしいことが明らかになりました。他方、政策委員の中には、この「二年程度」あるいは「2%」につい

て、もつと緩やかな、柔軟性のある目標とされて
いる方もおられます。こうした違いが意味するこ
とについて、あるいは「二年で二%」という目標
そのものの「異次元性」といったことについて、
今日は検討したいと思います。

一、「物価目標二%」成立の経緯

「二年で二%」ということが、どれぐらい異次
元なことであるかを見るために、日本銀行がこの
目標を設定するに至った経緯を簡単にさかのぼっ
てみたいと思います。

資料1ページの下端に書いておりますように、
日本銀行の政策委員会は、二〇〇〇年一〇月に、
物価の安定とはそもそもどういうことかについて
議論し、報告書を公表しておりますが、そこでの
結論は「『物価の安定』の定義を特定の数値で示

すことは困難」というものでした。現在とは、ま
さしく異次元な、隔世の感がある結論です。

その後、二〇〇六年三月には「中長期的な物価
安定の理解」は〇〜二%程度で、概ね一%という
数値が示されましたが、このときは「目標」では
なく「理解」という言葉が使われています。「理
解」というのは、こうした文脈ではそれこそ理解
しづらい、違和感のある言葉です。そしてさらに
六年ほど経った二〇一二年二月には、中長期的な
物価安定の「用途」として「一%」という数値が
発表されました。「理解」が「用途」に変わった
わけです。

そして、二〇一二年一二月の総選挙によって安
倍政権が成立したのを受けまして、二〇一三年一
月に日本銀行は、自ら、物価安定の「目標」とし
て「二%」の数値を掲げるに至ったわけです。た
だし、この時には「二年」という期限を区切る言

葉はなく、「できるだけ早期に」とどまっておりました。「二年程度の期間を念頭に」という言葉は、同年三月に黒田総裁が着任され、四月の異次元緩和の決定の際に加えられたものです。

日本銀行の「物価目標」についての考え方は、このように推移してきたわけですが、それぞれの言葉や表現は、どういう理屈で採用されたのか、日本銀行の報告書や政策委員会の議事要旨に沿って確認しておきたいと思います。

二、目標設定の根拠

(1) 「『物価の安定』の定義を特定の数値で示すことは困難」

資料2ページの上段をご覧ください。二〇〇〇年一〇月の報告書は、同年八月のゼロ金利の解除に向けて行われていた検討の結果を公表したものと

ですが、それが、物価の安定を定義できないとしている理由は、私の理解するところでは大きく二つあると思います。

一つは、供給サイドの要因によっても物価は大きく変化することです。例えば技術革新や生産性の上昇による物価の下落が考えられますが、これは需要が減速する、あるいは貨幣量が不足して物価が下がるのとは異なります。また、規制や競争環境が変化して価格が変化することもあります。例えば、タクシーの運賃は規制緩和によって大幅に下がりましたが、そうした現象が仮に広範囲に見られたとしても、日本銀行が金融緩和すべきかという点、そうではないでしょう。

それから原油価格など輸入一次産品価格の変化があります。これは今現在、最も重要な問題になっていきますが、原油価格が大幅に下落してインフレ率が下がった場合、物価は下がりますが、不

景気になるといふことではありません。むしろ日本経済にとつてはプラスに働くはずで、逆に、原油価格が上昇して輸入インフレが発生した場合、物価は上昇しますが、不景気に陥る可能性も高まり、単純に金融を引き締めればよい、というわけにはいかないでしょう。

二つ目の大きな理由は、金融政策にはタイムラグがあることです。つまり、金融緩和あるいは引き締めを実施しても、それが金融市場、实体经济に影響を及ぼすまでにはある程度の、しかも事前には予測しがたい時間を必要とします。また实体经济の過熱が物価の上昇を引き起こすまで、逆に景気の低迷が物価の下落に至るまでにもある程度の時間がかかるでしょう。

したがって、金融政策の運営にあたっては、そうした様々な要因、しかも多くの場合その絶対水準というよりむしろそのトレンドを、相当の時間

軸を念頭に、多角的に検討する必要があるわけで、ですから物価がその時点で3%でも金融を緩和しないとイケないときもあれば、1%でもさらに引き締めないといけないときもあるわけです。

そのため、報告書は、「仮に何らかの数値を公表しても、現実の金融政策運営に関する信頼に足る指針にはなり得ず、結果として金融政策運営の透明性向上にも役立たない可能性が高い」としています。つまり、2%がいいとか3%がいいとか、そう簡単には言えないんだ、にもかかわらず、無理に特定の数字を上げると誤解を招くだけだ、というわけです。ただ、この時から、そのかわりにというわけでもないでしょうが、九人の政策委員それぞれの今後の経済・物価の見通しが公表されるようになりました。現在の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）につながる見通しの公表です。

(2) 「中長期的な物価安定の理解」〇～二%程度で、概ね一%

それから五年余り後の二〇〇六年三月の報告書の発表は、二〇〇一年から二〇〇六年まで実施された量的緩和政策が解除される時期に当たります。二〇〇〇年のゼロ金利の解除は、ITバブルの崩壊に重なったこともあって厳しい批判にさらされました。そうしたこともあって、〇六年の量的緩和の解除にあたって、改めて物価安定に対する考え方を公表することになったものと思われる。このときは、「中長期的な物価安定の理解」というキーワードが使われ、それは〇～二%程度で、概ね一%とされました。

ここで初めて具体的な数字が挙げられ、物価の安定とは概念的にはゼロ%だとされたわけですが、考慮すべき点として三つ指摘されています。一つは、消費者物価指数の上方バイアスです。日

本の消費者物価指数は約六〇〇の品目をサンプルに計測されていますが、その対象品目は、原則五年単位で見直されます。言いかえれば、原則五年は見直されないわけで、より安い新製品が売られなくても、そうした安い価格が反映されないということがあります。このため、物価指数は実勢よりも高く出やすいというバイアスがあるわけです。もう一つは、不況や金融危機のための「のりしろ」です。金利はゼロ%以下にはなりませんので、金利を引き下げるための「のりしろ」が必要だと考えられます。そして三つ目は、過去のインフレ率の実績から形成される企業や家計の物価観です。

こうした三つの点を考えると、理想としては物価はゼロ%が望ましいが、実際には、概ね一%程度が望ましい、しかし上下に一定の幅があると考えられたわけです。

(なぜ、「目標」でも「目途」でもなく「理解」なのか?)

しかし、なぜこのとき、「目標」や「目途」ではなく、「理解」という曖昧な、わかりにくい言葉が使われたのでしょうか。資料3ページの上段にその時の政策委員会の議事要旨を抜粋していますが、そこでは、「政策委員会として一つの数字にまとめたインフレ目標値や参照値、あるいは物価安定の数値的定義を示すことは難しく、各委員が物価安定と理解する数値的イメージ」について公表できるだけだとの意見が「何人かの委員」からあったことがわかります。

こうした考え方は、意地悪く見ますと、特定の数値を出せば達成できないときに責任を追及されるため、それを逃れようと曖昧にごまかしているんだと言えるかもしれません。実際のところ、そうした組織防衛的な観点が皆無だったわけではな

いかもしれませんが、しかし、さきほど紹介しましたような、供給サイドの要因やタイムラグとといった金融政策の特性を考えますと、厳格に守るべきものとして特定の数値を公表することが適切ではないことも否定できないように思われます。

(3) 「中朝的な物価安定の目途」— 1% —

しかしその後も、日本銀行に対する批判の声は強まる一方で、さらに六年後の二〇一二年二月には、日本銀行は「目途」として1%の数値を発表することになります。資料3ページの③です。英語では「GOAL」という言葉が採用されました。

つまり、「理解」が「目途」になったのですが、この時、政策委員会ではどんな議論がなされたのでしょうか。資料にあげています議事要旨を見ますと、「『理解』という言葉の語感からは、日

本銀行が受け身的に経済物価情勢の改善を待つて

いるかのような印象……、能動的に達成を目指す

姿勢が伝わりづらい」とあります。つまり、日本

銀行自身による考え方の変化というより、世間の

印象を改善するための、批判にさらされそれを何

とかかわすための議論であったことがわかりま

す。そして、具体的な言葉の選択になりますが、

「①『目標』は、一定の物価上昇率を維持するた

めに、短期的な物価の振れに対して機械的な政策

運営を行う印象を与えがちである、②『目標』や

『定義』は、固定的・硬直的な語感があり……不

確実性が大きい状況下では相応しくない、③『目

安』は、……『理解』と同様、曖昧さが残りりま

す。日本銀行の姿勢の変化をアピールしたいが、

といって金融政策の運営上不適切な印象を与える

こともできない、という難しい状況のなかで何と

か「目途」という言葉が選択されたことがわかり

ます。

(4) 『物価安定』の目標を消費者物価の前年比上

昇率で二%とする」

(二〇一三年一月二十二日「政府との共同声明」)

「物価安定の目途」一%が発表された後、一年

足らずのうちに二%を「目標」、英語では「T A

R G E T」とすることになって、二〇一三年一月

二十二日に政府との共同声明が発表されました。

この共同声明の際には、資料3ページの下段で引

用しておりますように、実現の時期については、

「できるだけ早期に」とあるだけで、具体的な期

限は決められていません。

では、日本銀行は、「目途一%」をなぜわずか

一年で「目標二%」に変更したのでしょうか。そ

の理由は、言うまでもなく、自民党の圧勝で安倍

政権が誕生したことです。資料4ページの上段

に、総選挙の際の自民党の政権公約の一文を抜き出していますが、「明確な『物価目標（二％）』を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、……大胆な金融緩和を行います」とあります。日銀法の改正については、「物価目標二％」そのものを日銀法に書き入れる、あるいは日銀総裁等の解任権を政府や国会に付与するといった案が話題になっておりました。

〔「目途」を「目標」に変えた理由〕

こうした公約を掲げた政権が誕生したことで、日本銀行もそれを受け入れたわけですが、では、ここで日本銀行も考え方を改めて、「目途」を「目標」という厳格なものにしたかというと、実はそうではありません。

資料4ページの上段に、この時の日本銀行の対外公表文から抜粋していますが、「目途」を「目

標」に変えたことについて、「柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきている状況を踏まえたものである」と説明されています。つまり、「目途」から「目標」に変えて、これからは厳格にその目標を達成するのだ、ではなくて、そもそも金融政策というのは、そういうリジッドな考え方にはなじまないものだという理解が広まっているので、「目標」としても大丈夫だという説明が公式になされているわけです。一年前の、「目標」という言葉は、「固定的・硬直的な語感があり……不確実性が大きい状況下では相応しくない」という考え方を捨てたことになりました。金融政策の柔軟性に関するそうした理解が本当に広まっていたとはとても思えません。日本銀行としては、中身は「目途」と同じだから、言葉としては「目標」を採用してもいいだろう、という理屈なわけです。

〔「1%」を「2%」に変更した理由〕

それからもう一点、1%だったものがなぜ2%になったのでしょうか。資料4ページ下段のグラフをご覧ください。一九八〇年から現在までの日本の消費者物価上昇率の推移を表しています。2%を超えたのは、①第二次石油ショックの時、②一九八四年から八五年にかけて、③一九九〇年から九二年のバブルの後遺症と湾岸危機のあった時、④二〇〇八年夏のBRICSブームで一次産品価格が劇的に上昇した時の、短期間に限られています。こうした時しか2%を超えた時期はなく、一九八〇年代後半のバブル期も2%には届かず、一九八八年までは1%以下でした。だからこそ日本銀行も1%を目途としていたわけです。

では、日本銀行はどのような理屈で2%を正当化したのか、資料5ページ上段をご覧ください。この時、「今後、成長力の強化が進展してい

ば」という前提で説明がなされています。つまり、我々が金融緩和を行うから2%になるというのではなく、成長力の強化が実現していくからなのであって、他にあげられている理由も「当面の『目途』である1%にかなり近づく」と見込まれる」から次を考えたほうがいいんじゃないかと、「政府が競争力と成長力の強化に強力に取り組んでいく」と言っているからとか、「政策当局者が一体となって取り組む姿勢を明確にすること」が必要だからといったことです。日本銀行として何がなんでもみずから積極的に2%目標を目指していくというより、政府や民間の努力を合わせて成長力が強化されていく場合に、2%の目標を掲げることが可能になるという見解だったことがわかります。

(岩田副総裁の論拠)

これに對しまして、時期は異なりますが、現在の岩田副総裁の二%目標に對する考え方は全く異なります。資料5ページの下段にあります。岩田副総裁は、二%が必要な理由として、まず、絶對にデフレを避けるためには一%では十分でないこと、二番目に先ほども言いました上方バイアスがあること、三番目に良好なパフォーマンスを上げている先進国はみんな二%のインフレ率を維持していることを挙げておられます。これは論理が逆で、二%だから良好なのではなく、良好だから二%が達成できているのではないかと私などは思います。とにかく、岩田副総裁の考え方と、二〇一三年一月時点の日本銀行の二%のとらえ方は大きく異なっているわけです。

(木内委員・佐藤委員の反対理由)

安倍内閣の成立を受けた、この時の日本銀行の二%目標の決定において、実は、政策委員のうち二人の方が反対票を投じておられます。木内登英委員と佐藤健裕委員です。議事要旨や講演録にありましたその理由を、資料6ページの上段に載せておりますが、二%は過去二〇年の間に実現したことがほとんどないこと、無理やり二%を実現したとしても持続的ではないこと、そうした中で二%目標を打ち出しても期待形成に働きかける力は弱く、目標が実現できなければ日本銀行の信託を毀損することなどです。だから当面は一%を目指すべきであるというのが、お二方の反対理由でした。

(物価目標に関する木内委員の解説)

物価目標に對するお二人の考え方は、今後の日

本銀行の政策決定において重要な意味をもつと思われまので、ここで紹介したいと思います。

資料6ページの中ほどに、二％の設定に反対された直後の、木内委員の発言を抜粋しております。木内委員は、海外においても目標達成時期は明示していかない国が多い、こうした枠組みは flexible inflation targeting system と言える、日本銀行が今回、二％の物価目標を掲げたのも、これと同様の考え方に基づいている、だから、拙速に物価を目標値に近づけていくようなことは、我々が考えていることではないと述べています。なぜなら、「例えば物価が上がって賃金が上がらないという状況になると、それは結局、所得環境を悪化させ、消費を悪化させて、二％を比較的短期間で達成できたとしても、長い目で見ればそれは一時的でしかない、……日本銀行も努力し、政府あるいは企業の各主体の努力の累積によって実

現していくもの」であるからというのが、木内委員の考える物価目標なわけです。

(物価目標に関する佐藤委員の解説)

もう一人の佐藤委員ですが、資料6ページの下から7ページの上にかけて、講演での発言の抜粋を載せております。これは、量的質的緩和が行われた後の二〇一三年七月に行われた講演です。佐藤委員は、アローワンス（幅、余裕）を重視されています。「私は、『物価安定の目標』について次のように理解している。一般にインフレ目標政策とは柔軟な金融政策の枠組みであり、……目標の達成・未達により機械的に政策を変更するような運営はなされていない。」日本銀行も同じで「二％をピンポイントで達成することを目指すものではなく、二％を『安定的に達成する』ことに主眼を置いたもの」である。タイムラグ等を考えれば、

「そもそも二%ピンポイントで物価を安定させることは不可能で、上下に一定程度の変動が許容される幅（アローアンス）があると考えるのが自然であろう。」

つまり、目標、ターゲットといっても、そもそも、それが柔軟なもの、上下の幅を含んだものであることは、各国中央銀行において当然のこと、金融政策というもののもつ本来的な性格なんだというところが強調されています。その考え方は、かつて日本銀行が用いていました「理解」や「目途」に近いものと言ってもよいと思います。

三、「二年程度の期間」をめぐって

(二〇一三年四月四日「量的質的金融緩和」の導入)

資料7ページのⅢに進みますが、ようやく二〇一三年四月の量的質的緩和になります。その内容につきましては御案内のとおりですので省略いたしますが、目標を達成する期間につきましては、実は三通りの表現で発表されております。

一つは「二年程度の期間を念頭に」という言葉ですが、他にも「できるだけ早期に」という言葉、さらに「これを安定的に持続するために必要な時点まで」という言葉も使われています。

これをどう解釈するかなんですが、まず「二年程度」ですが、常識的に考えれば、一年から三年まででしょうか。しかしそこにさらに「念頭に置く」が付いておりますので、普通に解釈すれば「一年から三年の間の達成を努力目標とする」ということだと思われれます。

しかしながら、黒田総裁は量的質的緩和の発表の場において、「二」という言葉を大変強調され

ました。「二年」の他、目標は「二％」であり、マネタリーベースを「二倍」とか、ETFを「二倍」といった具合です。市場関係者というより国民全体にアピールすることで家計部門を含めたインフレ予想の高まりを期待されたのではないかと思いますが、それを今になって、いや、「二年」は言葉通り単なる努力目標ですよ、と言っても説得力がないかもしれません。

(木内委員の修正提案・反対理由)

この量的質的緩和の決定の際、そしてそれ以降継続して、木内委員は、採用はされていませんが、修正提案を出しておられます。資料7ページの下段ですが、「二年程度の期間を念頭に置いて」を削除して「できるだけ早期に」だけにし、かわって「二年間程度を集中対応期間と位置付け」ることを提案しておられます。そしてもう一

つ、「必要な時点まで継続する」という表現の削除を提案されました。つまり、二年間は集中的にやるが二年たてば見直すということです。木内委員は「二年程度」を比較的厳格に考えて、その間に二％の物価目標を達成することは不確実性が高く、またそれを長期にわたって続ければ様々な弊害が現れると、その理由を説明されています。

(佐藤委員の賛成理由)

他方で、資料8ページになりますが、二〇一三年一月の二％目標に反対された佐藤委員は、同年四月の量的質的緩和には一転して賛成票を投じられました。その理由について、去年の一二月の記者会見で次のように説明されています。

佐藤委員は、二％をアウトカム(結果)として達成する必要はなく、それが見通せる道筋にあればよいのだと主張されます。また、期間について

も、「二年度程度の期間というのは、あくまで念頭に置く努力目標であって、特定の達成期限を示すわけではない」、「できるだけ早期に」という文言に賛成したのであって、「二年での達成ということをコミットすることに同意したわけではありません」と明確に言っておられます。つまり、ここで「二年度程度の期間を念頭に」の解釈をめぐって、木内委員はそれを比較的厳格にとらえてそれは難しいから反対され、佐藤委員は言葉通りに努力目標ととらえて「できるだけ早期に」を重視して賛成されたわけです。賛否は分かれたわけですが、お二人とも「二年」では達成できないし、達成を目指すべきでもない、と考えておられる点で共通しているように思います。

四、「期待」を通じた政策効果

(岩田副総裁の「期待理論」)

このお二人に対しまして、岩田副総裁の「二年」に対する考え方は全く異なります。資料8ページ下段に、岩田副総裁の就任会見でのご発言を引用しております。

岩田副総裁は、デフレ脱却のためには二つの条件が必要だと述べておられます。「一つは、二%のインフレ目標を大体いつ頃までに責任をもって達成するのかわかることに日本銀行がコミットするということ。つまり「できるだけ早期に」と言っていたのでは、ズルズル先延ばしになってしまい、責任が明確でないから、その約束は信用されないというわけです。政策の約束に信頼性を持たせるためには期限を切ることが必要不

可欠なわけです。そして、二つ目に、コミットするわけだから、「自分たちのせいではない。他の要因によるものだ」と、あまり言い訳をしないという事です」とおっしゃっています。そうではないと市場の信認が得られないからです。物価はさまざまな要因によって左右される、タイムラグがある、原油価格の影響を受ける、それは当然だが、そんなことを言っていたのでは責任のとりようがない、そんな言い訳はしないのだというわけで、最初にご紹介いたしました日本銀行の二〇〇〇年のレポートが、そもそも物価安定の定義はできない、とした考え方と真っ向から異なっています。

つまり、岩田副総裁のお考えでは、責任を持って期限を切るからこそ政策の信認が高められ、信認が高められるからこそインフレ期待が高まり、インフレ期待が高まるからデフレを克服できると

いう論理構成になっています。ですから、二年という期間の設定は、単に政策の目標の期限であるだけでなく、そもそもの政策が効果を発揮するための絶対必要要件となるわけです。他方、先ほど紹介しましたように、木内委員にとって二年は集中対応期間であり、佐藤委員にとってはあくまで「念頭に置く」努力目標にすぎません。

資料9ページ目の下段から10ページにかけて、岩田副総裁の講演の抜粋を載せております。副総裁のお考えでは、人々の考え方がデフレ予想からインフレ予想に変わることによって、その行動が変化し、それによって消費が増え、設備投資が伸びて、デフレから脱却できることになります。最近ではマネタリーベースが増えても、マネーストックや民間銀行の貸し出しが伸びていないじゃないかと言われますが、そのようなことは必要ないというわけです。マネタリーベースが増え続け

ば、いずれマネーストックも増加しやがてはインフレになるだろうとみんなが思うので、それによつて企業も設備投資を再開し、個人も消費を伸ばすという考え方になっていきます。マネタリーベースという政策によつて操作可能な変数が人々のインフレ期待を変化させることに重点が置かれています。そしてその時、繰り返しになります。日本銀行の成功と失敗を明確に判断するためには、「目標」と「期限」が必要になるわけです。

〔期待〕に関する佐藤委員の見解

しかし、例えば佐藤委員の場合、資料10ページ下段にありますように、期待の形成過程の考え方が岩田副総裁と大きく異なります。佐藤委員は、インフレ期待の形成はどうしても適格的期待（過去の動向を踏まえて、これまでの期待を徐々に修

正しながら、期待を形成すること）の面があることで、現実の物価がある程度持続的にプラスとなれば、期待インフレ率もそれに応じて上方にシフトするだろう、そうすれば、それが現実にフィードバックすることもあるだろうと説明されています。期待は、主に過去や実績をベースに形成されると考えられているようです。岩田副総裁のように、日本銀行が強いコミットメントをすれば、インフレ期待を引き上げることができるといふ考え方は、大きく異なっています。

五、追加緩和について

（二〇一四年一〇月三十一日「量的質的金融緩和」の拡大）

資料11ページをご覧ください。続いて、昨年一〇月の追加緩和を見てみましょう。内容につきま

しては、日本銀行の長期国債の保有額の年間純増額を五〇兆円から八〇兆円にする、あるいはE T F等の買い入れ額を増やすといったことが盛り込まれております。

その際の発表文を見てみますと、「原油価格の下落は、やや長い目でみれば経済活動に好影響を与え、物価を押し上げる方向に作用する。しかし、短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある」とあります。その後の記者会見でも、黒田総裁は「実際の物価上昇率の伸び悩みが続けば、それがどのような理由によるものであれ、予想物価上昇率の好転のモメンタムが弱まる可能性があります」と説明されました。つまり、ここでは現実の足元のインフレ率が非常に重視されており、自分たちの政策によって期待を抜本的に転換できるはずだったの

に、実際の、しかも短期間のインフレ率が人々の期待形成に及ぼす影響を危惧されています。

(賛成意見)

この決定につきましては、最初に申し上げましたように、総裁、副総裁を含めて五人の政策委員が賛成されました。その賛成理由が議事要旨で公表されております。資料11ページ下段から12ページ上段にありますように、二年程度の期間を念頭にできるだけ早期に物価安定の目標を実現するとコミットメントを行っており、また、躊躇なく調整を行うとの方針を繰り返し述べているので、ここで政策対応を行わないわけにはいかないといった発言があったことがわかります。

(反対意見)

では、反対票を投じた四人の政策委員はどんな

主張をされたのでしょうか。具体的に見ていきますと、経済や物価の基本的な前向きなメカニズムは維持されている、限界的な押し上げ効果は大きくない、財政ファイナンスであるとみなされるといった意見の他に、「月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきでない」、あるいは『物価安定の目標』は……中長期的に達成すべきもの……『二年程度の期間』に過度にこだわるべきではない」という主張があったと書かれています。最後のあたりは、木内委員や佐藤委員の発言かと想像されますが、お二人を含め四人の方が反対票を投じられたわけですね。

(木内委員の懸念)

木内委員は、追加緩和を行う前の昨年九月に、そもそも微調整は行うべきでないという考え方を表明しておられました。追加策がなし崩し的に進

められると副作用の方が非常に大きくなる、では全く何もしないかというところではなく、金融危機が起こったような時には、最後の貸し手 (Lender of Last Resort) として追加策を行うことはもちろんある、しかし、量的質的緩和によって微調整 (ファイン・チューニング) 型の政策とは決別したはずだと述べておられます。

(佐藤委員の反対理由)

資料13ページの上段には、佐藤委員が講演会で説明された追加緩和への反対理由を載せています。先ほども紹介しましたが、『物価安定の目標』は、そもそも柔軟な目標であり、特定の期限を区切って特定の物価上昇率を目指すといった考え方は、中央銀行の政策運営のあり方としては馴染まない」と述べておられます。そして副作用が大きい一方で、そもそも原油価格が下がることは

日本経済にとって絶好の追い風であり、中長期的に追い風の効果が出てくるのを待つべきであるとも指摘しておられます。しかし、足元では物価は下がっていくだけということになりますから、それをどう考えるかについて、賛成の委員との間で考え方の違いが現れたわけです。

また、佐藤委員は、金融政策における透明性と柔軟性のトレードオフについて説明されています。例えば、目標を二%と掲げれば透明性は大変高いわけです。実現できれば中央銀行は責任を果たしたことになります、実現できなければ責任が問われます。このようなやり方は大変透明であるけれども、柔軟に対応することは難しくなります。最初に紹介した日本銀行の二〇〇〇年の報告書の考え方に共通します。かといって、柔軟性を高めれば、じゃ日本銀行は何をやってもやらなくても責任を問われないのかということになります。

例えばFRBは、失業率が六・五%以下になるまで、あるいは物価上昇率が二%以上になるまで緩和を続けるといった透明性の高い目標を掲げていました。しかし、御存じのように、失業率が六・五%を切っても緩和を続けましたし、現在では、物価上昇率が二%に達しなくても金利の引き上げを行うという方向に転換しています。つまり、FRBは、失業率と物価上昇率について数値を挙げて目標設定を行ったわけですが、事実上それを撤回したことになります。一つや二つの変数を基準にして金融政策を決定することはできず、様々な数値、その変化の方向や勢いを総合的に判断するほかありません。この透明性と柔軟性のバランスは大変難しい問題で、明確にこうだという簡単な答えはありませんが、佐藤委員はそのバランスをとっていくしかないと考えておられるようです。

そして、「物価は経済の体温であり、中央銀行が直接に操作可能な変数ではない。……特定の期間内に特定の上昇率を目指すという硬直的な考え方には違和感があるし、仮にそれが実現できない場合、中央銀行の信認は低下のリスクに晒されよう」と言っておられます。コミットメントによって期待インフレ率を上げることができ、そうすれば実際のインフレ率も引き上げることができるという岩田副總裁の考え方との違いは明らかです。

おわりにくさらなる追加緩和はあるか？

(シナリオ①)

最後に、では、これからどうなるのかということですが、一番望ましいのは、賃金が上昇して消費が伸びあるいは企業の設備投資も拡大して景気

がよくなり、物価が緩やかに上昇するというケースです。安倍総理も財界も労働組合も、皆さん賃金を上げるべきだとおっしゃっているわけですので、ある程度は上がるでしょうが、景気を拡大させるほどに上がるか、あるいはそれが持続的なものになるのかと考えますと、やや悲観的にならざるをえません。

(シナリオ②)

もう一つ考えられることは、現在は原油価格が円建てでも下がっておりますが、何らかの国際政治等の事情の変化で、これが上昇に転じるという場合です。その可能性は、シナリオ①よりむしろ高いかもしれません。もしそうなった場合、物価が上昇して二%に到達するかもしれません。つまり、輸入物価の上昇によるインフレです。ただ、その場合、景気はどうなるのか、それが持続的な

ものなのかという問題になります。

またインフレ率が二%を上回っていきけば引き締め政策、いわゆる出口戦略も考えないといけません。銀行が、それは非常に難しい課題になります。銀行券ルールを停止して、残存期間の長い国債を多量に保有していますから、日銀当座預金を短期間に回収することはできず、他方で、超過準備への金利を引き上げるなら、日本銀行の財務は大幅に悪化せざるをえません。

(シナリオ③)

最も可能性が高いのは、原油価格が上がらず、物価も二%以下の状況が続くというケースです。物価は昨年一月現在で〇・七%まで下がり、今後これがさらに下がって場合によってはマイナスに転じるかもしれないとの予測も出されています。こういう状況で、今年の四月で量的質的緩和

からまる二年がたつことになります。二年というのは一体何だったんだという批判が当然出てくると思われまますから、黒田総裁が、昨年一〇月の追加緩和と同じように考えられるなら、追加緩和が実施されるかもしれません。

ただ、その時どんな手段が残っているかという問題があります。現在、日本銀行は国債を毎年八〇兆円増えるように買っていますが、保有している国債が順次償還を迎えますから、つまり償還分を買い直した上に八〇兆円を買い増しているわけです。ですので結局、日本銀行は、日本政府の毎月の発行額のほぼ九割を現在、買っています。

ここからのさらなる買い増しということになると、政府の発行額を超えますから、民間金融機関が持っているものを売却させてそれを買い取るしかなくなりまます。そうなれば、国債利回りは、現在、五年物までゼロ%となっていますが、今後一

○年物も場合によってはゼロ%に近づく、あるいはゼロ%以下といった数字が出る可能性もあります。そうしたことが実務的に可能かどうかという疑問もあります。

もう一つ、ETFやJ-REITの買い増しもあるでしょうが、こちらも市場規模の問題や、日本銀行の財務への懸念、市場の価格機能の歪みといった議論が強まることになります。

そうなってきましたと、やりたくても追加緩和ができないという判断もありえるかと思えます。そうなれば、「二年で二%」の理屈は、文言の解釈の問題として、『二年程度を念頭に』と言っているだけであって、『二年』とは言っていない。二%といっても、それはリジッドに二・〇%を指すのではなく幅のある概念だ』といったスタンスに少しずつ立場を変えていくことも、現実的にはあり得るのかもしれませんが。理論的には、これま

での岩田副総裁寄りの考え方から、木内委員や佐藤委員の考え方への転換ということになります。

早口になってしまいましたが、私からは以上とさせていただきます、いろいろ御意見を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

大前常務理事 伊豆先生、どうもありがとうございます。ありがとうございました。

さまざまな資料を丹念に読み解いていただきながら、これまでの日本銀行の考え方の変遷や、今の日本銀行の異次元緩和の内容、その背景にある考え方、今後の金融政策のシナリオなどについて、非常にわかりやすく御説明いただいたと思います。

若干時間を残していただきましたので、御質問等があればお受けしたいと思います。手を挙げていただきましたらマイクをお回しいたします。

質問者 A 大変貴重なお話ありがとうございます。ました。

いろいろ考える中で、そもそも政策目標の設定自体が誤っていて、政策効果のパスが見えないものをどこまでやるのかについて、日本銀行の説明責任が果たせていないのではないかと感じます。さらに、政策の効果対リスクについて、何らのアカウンタビリティを果たさない政策は、将来に對して禍根を残してしまうのではないかと感じています。

そもそも三〇年前、四〇年前に習った経済学のベースからして、デフレやインフレは貨幣的現象だったはずなんです。これだけマネタリーベースを積み上げても何も起こらないのはどうしてでしょうか。ヘリコプターでカネさえばら撒けばインフレが起きるといふふうに、私もずっと思っていたんですけれども、ここ一〇年間の実際の実験

を見てみると、ヘリコプターからカネをばらまいても何にもならないというように感じてしまいました。

キャピタルフライトが起きて通貨が大きく下がるような局面において生じるインフレは、貨幣的現象かもしれませんが、今、先進国で起きているデフレは、まさに先生が御指摘になられた供給サイドの要因によって起きていることであって、そもそも金融政策によって対応すること自体が間違いじゃないかと、今のお話を伺って感じました。

経済学の観点から、いま一度、私の頭を整理したいのですが、改めて先生のお考えをお聞かせいただけないでしょうか。

伊豆 インフレは、必ず貨幣の増発を必要とすると言う意味で、貨幣的現象と言えるかもしれませんが。ただし、貨幣の増発は物価上昇の必要条件であつても十分条件ではないことが、この間、証明

されつつあるということではないかと思えます。

つまり、貨幣を絞ればインフレを抑えることはできそうですが、と言って、マネタリーベースを増やしたからといってそれだけではインフレにはならないわけです。

質問者 A それは余計な期待調整があるからですか。

伊豆 例えば資金が借りにくいような状態、金利が高いので設備投資ができないような状態で、金利を引き下げれば、当然設備投資が伸びるということがあるかと思えます。ですから、高度成長期の日本では、金融政策は引き締めでも緩和でもものすごい効果があったわけです。ただ、現在はデフレに対する金融政策の効果は非常に小さいと思われ、その意味で、貨幣的現象とは言いにくい状況ではないかと思えます。

特に現在のデフレといえますか、デイスインフ

レは、先進国共通の要因を背景としています。グ

ローバル化によって新興国や旧社会主義国の労働力が世界に開放され、先進国は、そうした低賃金労働力の恩恵を享受できるようになったわけです。それに加えて、日本では、少子高齢化とかバブル崩壊後のリストラ、正規雇用の非正規雇用化といった面が重なりましたので、さらに物価が上がりにくい状況が生じているのではないのでしょうか。現在のデフレと言われる現象は、そうした要因によるところが大きいと思っております。

質問者 B 二点ほどお伺いしたいと思います。

一点目は、ここ二年にかかわる話で、今回のハロウイン緩和のときに出た展望レポートでは、「一五年度を中心とする期間」という言い方で、従来の表現と微妙に変わっていますよね。これは実は、達成の時期を半年から一年ぐら以後ずらしさせているのではないかなと思うんですが、この

点を伊豆先生はどういうふうにお考えでしょうか。

もうひとつ、次にどういう手があるのかについて伺いたいと思います。特に量的緩和のほうでどういう手があるのでしょうか。岩田先生の理論は、基本的には量を増やさないとだめなはずですが、量を増やすことができず、質的緩和だけを行うようなことになったら、岩田先生は自分の理論が間違っていたということを言わざるをえなくなるのではないかと思います。

先ほどおっしゃったように、今、カレンダーベースで大体二五兆円ぐらい国債が発行されています。日本銀行は、ロールオーバー分の三〇兆円を含めて一一〇兆円を買っています。国債発行額の九割を日本銀行が買っているわけです。全部買うとしても、あと一〇兆円しかふやせません。驚かすためには、量をふやすことを相当言わない

と、アナウンスメント効果が全くないと思っています。じゃ何を買うのかと言ったら、社債は年間一〇兆円ぐらいしか出ないわけですし、アメリカと違ってモーゲージはほとんど証券化されています。この上、何を買うのかなと思つてある先生に聞きますと、「買えるものを何でも買えばいいんだ」と言われました。その時は「じゃ土地を買ってくださいか」と言ったんですが、真面目な話として、国債以外で何か買うものがあるのか。先生に何か御意見があれば、お聞かせいただきたいと思っています。

伊豆 展望レポート等で示される二%に向けて、達成時期が少しずつ後ずれしているというのは、おっしゃるとおりで、今月の末にも見直しがありますので、そこでも少し後ろにいくのではないかと、既に新聞に予測記事が出ております。実際にインフレ率が下がってきている中で、二〇一五年

度の後半にも二%が見通せないという予測が多数意見となり、二年程度は何だったのかと聞かれたときに、黒田総裁がどのように対応されるのか、追加で何かの手を打たれるのか、いや、「念頭に」は努力目標だとされるのか、原油の下落は経済にプラスなんだという理屈を立てられるのか、そこが非常に難しいところかと思えます。

二つ目の何を買うのかという点ですが、これもおっしゃるとおりで、私もこれ以上「量」を買ってもプラスの効果がないにもかかわらず、一〇年国債の利回りがマイナスになる可能性もあるかと思えます。そうなると民間銀行は今でも苦しい利ざやがさらに縮小してしまいます。極端な例を一つ挙げますと、地方創生の目的で商品券を交付し、その財源のための国債なり地方債を日本銀行が買うといったことも考えられるかもしれませんが、日本経済のプラスになるとは思えません。証

券でないなら不動産ということもあるのかもしれませんが、そうなりますと、もう本当に私には理解できない次元としか申し上げられません。

大前常務理事 御質問がないようでしたら、このあたりでお開きとさせていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

（いず ひさし・久留米大学経済学部教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二七年一月十五日に開催されました。）

伊 豆 久 氏

略 歴

- 1991年 3月 京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学
- 1991年 4月 (財)日本証券経済研究所大阪研究所, 研究員
- 2002年 3月 同, 退職
- 2002年 4月 甲南大学経済学部, 教授
- 2002年 4月 (財)日本証券経済研究所, 客員研究員 (現在に至る)
- 2007年 3月 甲南大学経済学部, 退職
- 2007年 4月 久留米大学経済学部, 教授 (現在に至る)