

## 量的・質的金融緩和の成果と課題

雨宮 正佳

### はじめに

御紹介いただきました雨宮でございます。本日は、このような形で私どもの政策運営について御説明申し上げる機会をいただきまして、増井理事長をはじめ研究所の皆様や、御参集いただきました皆様に厚く御礼申し上げます。

現在、世界の中央銀行が採用している非伝統的金融政策と言われる政策手段のほとんど、例えば量的緩和、フォワードガイダンス、あるいは多種

多様な資産の買い入れといったものは、この一五年間のデフレとの戦いの中で、日本銀行が世界に先駆けて開始したものです。世界に先駆けてと言いましても、決して誇らしいという意味ではなく、デフレとの戦いの中で編み出してきた、いわば苦しい歴史の結果と言えます。そうした政策手段を今や先進国のほとんどの中央銀行が採用するに至ったことに、個人的にはとても複雑な思いを持っています。その意味で、例えばアメリカのサマーズ元財務長官のセキュラー・スタグネーション（長期停滞）などの議論も含めて、世界経済あ

るいは先進国経済の課題の重さを裏付けているようにも思います。

また、非伝統的金融政策の効果や副作用をどう考えるかということについては、百家争鳴の状態です。また学界でも結論が出ていません。当然のことながら、私どもの行っている量的・質的金融緩和について、さまざま御批判、御意見があることは十分承知しています。御案内のとおり、昨年の秋に行った追加金融緩和も、政策委員会の採決は五対四という僅差でした。このように委員会内部でもさまざまな意見があります。本日は、このような機会をいただきましたので、量的・質的金融緩和について議論されている主要な論点を取り上げ、この政策の基本的な考え方について包括的に御説明申し上げて、御理解をいただければと思っています。ただ、ひとつ留保事項として、今申し上げましたように、政策委員会の中でも多種

多様な意見があるということ念頭に置いていただくようお願いいたします。

#### （今日お話しする内容）

今日は、大きく三つのパートに分けてお話しします。

まず一つ目として、量的・質的金融緩和の基本的な考え方と特徴を整理したいと思います。この政策の狙いは、時折誤解されているのですが、「日本銀行がおカネを刷ってばらまけば、皆がそれを使うので、物価が上がってデフレは止まる」というような考えに基づくものではありません。日本経済をデフレの悪循環から一度ジャンプして脱出させる、そのためには、デフレ期待を抜本的に転換させる必要があります。この、「期待の転換」ということがもつとも大事なポイントになります。

その上で、二つ目として、日本銀行は二年で消費者物価の前年比を二%に引き上げると言ったが、二年半が経っても、物価上昇率はゼロにとどまっているのではないかというお話を伺うことがありますので、最近の物価情勢、あるいは、この間の政策効果をどう評価するかということについて申し上げたいと思います。

三つ目は、これがメインテーマになるのかもしれませんが、量的・質的金融緩和について、しばしばいろいろな御批判や御疑問をいただきます。具体的には、二%の物価上昇というターゲットが適切なかどうか、あるいは、財政との関係はどうなるのか、出口において財政と衝突して大変なことになるのではないか、また、日本銀行は、出口政策について時期尚早と言って全く発言しないが、そういうことでよいのか、きちんと出口政策を考えるべきではないかなど、いろいろな御批判

がありますので、これらの論点について、現段階での私どもの考え方を申し上げます。

## 一、量的・質的金融緩和の基本的な考え方

### (量的・質的金融緩和)

資料1ページは、量的・質的金融緩和の基本的な考え方を整理したものです。これについては、今日いらっしゃっている皆様方にあえて御説明する必要はないと思いますので、説明は割愛させていただきます。

### (金融政策の変遷)

量的・質的金融緩和の最も特徴的なところを御理解いただくためには、少し歴史をさかのぼって、この一五年間のデフレとの戦いの中で、どの

ようにしてここに到達したかを見ていただくのがよいと思います。

資料2ページは、金融政策の変遷を表しています。上のグラフは、一九九五年から二〇一五年までの生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比を示したものです。二〇〇八年に大きなスパイクがありますが、これは原油価格が大幅に上昇したときで、その後はまたデフレに戻ってしまいました。

このスパイクをならしますと、一九九八年頃からだいたいマイナスが続いています。この間、日本銀行は、非常に根強くしつこいデフレに対応するため、いろいろな政策を講じてきましたが、大きく申しますと四つのフェーズに分けられると思います。

最初は、一九九九年から二〇〇〇年に行いました「ゼロ金利政策」です。このときに初めて、時間軸政策として、デフレ懸念が払拭できるまでこ

れを続けると宣言しました。今は「フォワードガイダンス」と言っておりますが、その原型がこれです。

次の局面は、二〇〇一年から二〇〇六年の「量的緩和」です。金融政策の操作目標を金利から日銀当座預金残高に変えると同時に、時間軸については、デフレ懸念の払拭という表現に代えて、消費者物価上昇率がゼロ%以上になること、ポジティブになることという明確な条件をつけ加えました。

二〇一〇年から二〇一三年の三つ目の局面で採用したのが「包括緩和」です。ここでは、日本銀行の中に資産買い入れ等のための基金を設定して、買い入れ対象をJ・REIT、ETFまで拡大しました。

それでもなかなかデフレ脱却の目処をつけることができず、最後に、二〇一三年以降の四つ目の

局面で採用したのが「量的・質的金融緩和」ということになります。

このようにたどってきましたと、最初から計画的に行ったわけではないのですが、最終目標のデフレ脱却に向けて、これを達成するための中間目標のスコープが徐々に拡大してきたと整理できるように思います。

#### （金融政策の狙い）

資料3ページは、このことを図で表したものです。

まず「ゼロ金利政策」です。最近ではマイナスの金利もありますが、当時はゼロが下限でしたので、それに向けてともかく金利を下げました。したがって中間目標はあくまで金利でした。

次の「量的緩和」でも、金利の重要性を否定したわけではありません。おカネをジャブジャブに

出せば、金利は当然ゼロになりますので、ゼロ金利に上乗せして、「量を拡大する」という要素をつけ加えたものです。

その次の「包括緩和」は、金利を極限まで下げ、量を拡大するという要素を取り込んだ上で、量の拡大の仕方をさらに工夫するというものです。ここでは、国債や短期資産の買い入れだけで量の拡大を図るのではなく、J・REITや期間が長めの国債など、リスク性資産を買うことによって資産の多様化を図りました。

このように金利の低下、量の拡大、多様な資産の買い入れと、順次スコープを拡大してきて、最終的に「量的・質的金融緩和」では、「期待の転換」に明確に政策のフォーカスを絞った点に最大の特徴があります。「次元の異なる政策」という表現が一時よく使われました。量の増やし方は、確かに今までとは全く異なった規模になっています。

すが、金利を下げるとか、量を増やすとか、量を増やすときにいろいろなものを買うという点だけをとり上げますと、実は、その前のゼロ金利政策、量的緩和、包括緩和でも行っていました。次元が変わったのは、期待の転換に明確に焦点を当てたことにあると思っています。

#### (デフレを巡る論争)

なぜここまで来たのかと申しますと、その根底には、デフレの原因や結果を巡る論争があるように思います。この一五年間のデフレ論争においてはいろいろな議論がありました。非常に単純に図式化してしまいますと、マネー派と構造派に分けることができます。

インフレもデフレも貨幣的な現象である、貨幣が多過ぎるからインフレが起き、貨幣が少ないからデフレが起きる、これが唯一無二の原因であ

る、したがって、日本銀行がおカネを増やせばデフレは直ちに直るとというのがマネー派の考え方です。

それに対して、日本のデフレは、成長力の低下、中国のような新興国との価格競争の激化、あるいは人口動態の変化に伴う消費性向の低下といった構造的な問題に起因するというのが構造派です。

このようなマネー派と構造派の論争がずっと続いてきました。この論争の決着はまだついていないというのが正直なところだと思います。しかし、一つ確実に言えることは、原因はともあれ、日本経済がデフレを起点とする悪循環に陥ってしまったことは否定できないということです。要するに、人々がもう物価は上がらないと思うようになり、実質金利が高止まりし、支出が抑えられます。その結果、成長が抑えられ、賃金が増

えないために所得も伸びないことになり、また支出が抑えられて物価が下がることになります。経済学者の言葉を借りますと、複数ある均衡の中で、デフレ均衡に陥ってしまったということになります。实体经济とデフレのどちらが原因で、どちらが結果であるかを言うのはとても難しいのですが、いずれにせよ、原因と結果が悪い形で循環するようなスパイラルに入っていたことは間違いないだろうと思います。

したがって、この悪循環から日本経済を脱出させることが何よりも重要であり、そのためには、物価は下がり続けるという一種の埋め込まれた物価観を抜本的に転換する必要があります。それが今回の政策の肝というわけです。

(歴史を振り返る)

それは良いとしても、そのようなことが本当に

できるのかという疑問を当然お持ちになると思えます。実際、普通の経済学のテキストブックには、このような期待の転換を理論的、実証的に分析したものは、ないと断言はできないかもしれませんが、あまり見受けられません。経済学や金融論において、期待は最も重要な要素ですが、そこで扱われるのは、合理的期待など、きれいな分布によって分析可能なものが多いのが実情であり、今申し上げたような、人々の心に深く根づいてしまった物価観を大きく転換させることを題材にした理論はまだありません。

頼れる理論がないとしますと、結局、頼れるのは歴史です。歴史的にこういう例が全くないかと申しますと、極めて少ないのですが、ないわけではありません。ある種の政策変更によって人々の物価観が大きく変わった例として、私はいつも四つほど取り上げています。一つは、ルーズベルト

のニューデイル、二つ目は、高橋是清の高橋財政、三つ目は、やや意外かもしれませんが、一九七一年のニクソン・ショック、四つ目は、一九七九年のいわゆるボルカー・ショックと言われるものです。

ここでは簡単に結論だけ申し上げます。よく誤解されますが、ニューデイルについて、昔の経済史のテキストブックでは、ケインズの『一般理論』の登場前に行われた本格的な財政出動と知られています。しかし実際は、ニューデイル政策のうちかなりの部分は、その後、憲法違反になっ  
てしまいました。しかも、ルーズベルト自身は意外に均衡財政主義者でして、途中で増税を行うなど、必ずしもケインジアン的なフィスカルポリシーが行われたわけではありません。その本質は、むしろ金融緩和と為替政策にあったと言えます。要するに、大きなマネタリーアレンジメント

の変更と捉えた方が適切だというのが、今の学界の見方だと思います。

高橋財政も、史上初の国債の日銀引き受けによる財政政策であると言われますが、事実は違います。日本銀行が国債を引き受けたことは事実ですが、その九五％は市場に売却していますので、高橋財政の四年間で、日本銀行のネットの国債保有額はほとんど増えていません。日本銀行が行った国債のオペレーションは、国債市場が未発達な中で、一旦日本銀行が国債を引き受けて、そのほとんどをマーケットに売ったというものです。その後、市場の消化能力がなくなると、もう市場には売れない、したがって、ここで財政の拡大を止めなければならないと決めるときに、高橋蔵相は二・二六事件で暗殺されました。高橋財政と呼ばれる政策の本質は、日銀引き受けによる財政拡大ではなく、財政拡大と金融緩和、そして為替政策



も含めたマネタリーアレンジメントであったと考  
えられます。

やや意外かもしれませんが、一九七一年のニク  
ソン・ショックは為替の大幅なリアレンジメント  
でした。それによって実際のインフレ率も上がり  
ましたが、人々の物価観もどんどんインフレのほ  
うにシフトしました。

最後に、ニクソン・ショックを端緒として始  
まったインフレ期待の上昇を抑え込んだのが、一  
九七九年のボルカー・ショックです。

では、これらの四つの事例から何が言えるので  
しょうか。一つは、人々の物価観はそう簡単に  
変わるものではないが、もし変えられるとすれば、  
その手段は、財政政策ではなく、広い意味でのマ  
ネタリーアレンジメントだということです。財政  
を拡大し公共事業を増やすことによって、来年の  
物価を上げることはできますが、再来年以降がど

うなるかを考えれば、財政政策によって永続的に  
物価観を変えることはおそらくできません。二つ  
目は、人々の物価観を変えるためには、相当大き  
な、不連続な政策のジャンプが必要であるとい  
うことです。三つ目は、そうは言いつても、その  
効果は極めて不確実で、何を何兆円増やせば、イ  
ンフレ期待が何%上がるといったきれいな関係が  
あるわけではないということにして、その意味で  
は、やってみなければわからない部分があるとい  
うことです。

したがって、いろいろな問題はあります  
が、だからやらないということではなく、過去の  
歴史の知見にも拠りつつ、できるだけのことを行  
うということ、現在のような政策を行っている  
わけです。

## (需給ギャップと物価上昇率の関係)

今申し上げた期待を変えることの重要性について、別の二つの観点から御説明します。

資料4ページのグラフはいわゆるフィリップス・カーブです。横軸に需給ギャップ、縦軸に物価上昇率をとっています。簡単に申しますと、景気が好くなって需給ギャップが引き締まっていけば、物価が上昇するという関係を表しています。

日本のフィリップス・カーブは、この一五年間のデフレの間にどんどん下方にシフトし、さらにフラット化しています。おそらく九五%の民間エコノミストが、日本では、物価上昇率が二%まで高まるようなことはありえないと考えているのではないかと思えます。今のフィリップス・カーブは、図の一番下にありますように、需給ギャップがゼロのときに物価は少ししか上がらないものになっています。このフィリップス・カーブの上で

物価上昇率を二%まで高めようとしても、需給ギャップをプラス六%まで拡大させなければなりません。プラス六%の需給ギャップは、一九八九年のバブルのピーク時の水準であり、これを前提にしますと、二%まで物価上昇率を高めるのは無理と考えるのは当然のことです。

二%の物価上昇率を達成するためには、フィリップス・カーブ自体を上を持ち上げてやらなければなりません。フィリップス・カーブのY切片がいわゆるインフレ期待に相当します。この場合のインフレ期待とは、短観やいろいろなアンケートで来年の物価上昇率が何%になるかを予想するというような数値的なものだけでなく、消費者行動、企業の価格設定行動、あるいは賃金交渉のプラクティス等も含めた社会的なモードとして捉えることが適当です。我々がやらなければならないのは、今のフィリップス・カーブを前提とするの

ではなく、フィリップス・カーブそのものを上の方に移動させるということなのです。

(アメリカの量的金融緩和と日本の量的・質的金融緩和)

冒頭で申し上げましたとおり、今や世界の先進国は皆同じような非伝統的金融政策を採用するようになりました。よくアメリカの量的金融緩和(QE)と日本の量的・質的金融緩和(QQE)が対比されますが、ある側面をとって見ますと、アメリカの量的金融緩和と日本の量的・質的金融緩和は、実は全く異なった政策です。

資料5ページをご覧ください。単純に申しますと、金融緩和は実質金利を下げるために行われます。釈迦に説法ですが、実質金利は、名目金利から予想物価上昇率を引いたものですので、これを変える方法は二つしかありません。名目金利を下

げるか、予想物価上昇率を上げるかです。

アメリカでは、予想物価上昇率が2%前後でアンカーされていますので、これは動かさせません。むしろ、動かしてはいけません。したがって、量的金融緩和でFED(連邦準備制度)が行おうとしたことは、予想物価上昇率を動かさずに、オペレーションで名目金利を下げることでした。

それに対して、日本では、量的・質的金融緩和を開始した段階で、長期金利は0・4%から0・5%まで下がってしまいましたので、普通に考えれば、そこから下がる余地は限られていました。そのときに、どのようにして実質金利を下げるかと言いますと、結局、予想物価上昇率を上げるしか方法はありませんでした。

このように、アメリカの量的金融緩和では、予想物価上昇率を所与として名目金利を下げる。一

方、日本の量的・質的金融緩和では、名目金利を所与とは言いませんが、下がる余地の少なくなつた名目金利を前提として、予想物価上昇率を引き上げる。このような違いがあることを御理解いただきたいと思ひます。

## 二、量的・質的金融緩和の効果と物価の現状の評価

さて、人々の物価観を測るのはとても難しいのですが、この政策を始めて二年が経つたところで、いろいろなデータを総合的に見てみますと、ある程度物価観が変わつてきたことが見てとれます。以下、量的・質的金融緩和のこれまでの効果と物価の現状の評価に入りたいと思ひます。

(量的・質的金融緩和の波及効果)

資料6ページの表は、今年五月に公表した「量的・質的金融緩和」——二年間の効果の検証」を要約したものです。これらの数値は、量的・質的金融緩和を開始する直前の二〇一三年第一・四半期から昨年第四・四半期までの各種の金融経済変数の変化を表しています。したがひまして、昨年秋以降の原油価格の下落等の影響はここには出てきていません。

この二年間で、名目金利は〇・三%ほど下がりました。また、長期予想物価上昇率については、いろいろなデータがありますが、だいたい〇・五%から〇・七%上がったという結果が出ています。そうしますと、長期実質金利は一%ほど下がつたと言へることになります。

長期実質金利を一%下げるといふのは、実はとても大きなことです。普通の金融政策は短期金利

を操作することによって行います。短期金利を動かしても、長期金利がそのまま平行移動するわけではありません。過去のオーバーナイト物の金利と長期金利の関係で申しますと、1%の長期実質金利の低下は、一回あたり二五ベースとして、一〇回近くの短期金利変更に相当するものです。

なぜ長期予想物価上昇率が上がったのかということについては、まだ十分解明できていないのですが、とにかくにも、まず長期実質金利が〇・八%下がったことをモデルに入れてみるとどういう結果が得られるでしょうか。計算の結果は、表の試算1のとおりです。需給ギャップは二年間で一・一%ポイント改善し、消費者物価前年比（除く生鮮食品）も〇・六%ポイントほど改善するという結果になりました。現実には、需給ギャップは二%ポイント改善し、消費者物価前年比は一%

ポイント改善しましたから、この試算結果を上回る効果が出たことになります。

何が違うのかと申しますと、モデル上は、株価が一八%上昇し、為替レートが八%の円高になっていますが、現実には、株価も為替レートもより大幅に動いています。その背景には、我々の政策だけではなく、アベノミクスの第二の矢、第三の矢に対する期待ですとか、あるいは、この間、アメリカの金利がだんだん上がっていくという予想が出たことなど、いろいろな外部要因が働いているのではないかと思います。

そこで、実際の株価と為替レートを入れて計算してみますと、表の試算2のようになります。これによりますと、需給ギャップや物価の改善幅は、現実より大きくなっています。このように、昨年の終わりまでは、現実が試算1と試算2の間を動いてきたという意味で、量的・質的金融緩和

和の効果はほぼ想定どおりに出ていると言えるように思います。

ここで、想定どおりには行かなかつたことが二つあります。一つは、昨年四月の消費税率引き上げ後の個人消費の低迷が予想より大きかつたことです。これには、昨年夏の天候要因も大きく影響しているように思います。もう一つは、何と云いましても原油価格の大幅な低下です。これらの二つの要因があつて、消費者物価の前年比は、昨年の終わり頃から伸び率を低めて、今やゼロ程度まで落ち込んでいます。

#### (今後の経済・物価見通し)

資料7ページの表は、今年七月に公表した直近の経済・物価見通しを表しています。左側の実質GDPの成長率をご覧いただきますと、二〇一五年度が一・七%、二〇一六年度が一・五%、二〇

一七年度が〇・二%となつています。二〇一七年度の見通しが非常に低くなつてゐるのは、同年四月の消費税率の引き上げにより、二〇一六年度に駆け込み需要が発生し、二〇一七年度にはその反動が出ると考えられるためです。そこでこぼこをならしますと、一%強の成長を見込んでいることになりす。

その右の消費者物価(除く生鮮食品)の前年度比を見ますと、二〇一五年度はプラス〇・七%となつてゐます。もともと、「二年程度で二%」の「二年程度」は、二〇一五年度を中心とする時期のことを言つてゐました。しかし、二〇一五年度の見通しは二%には及ばない状況です。

ここで、二〇一五年度について、エネルギー価格低下の消費者物価の前年度比に対する押し下げ効果を計算しますと、だいたい〇・七%ポイントから〇・八%ポイントとなります。これを割り戻

して、もし原油価格の低下がなかったらという前提で計算しますと、消費者物価の前年度比は一・五％程度になります。この他、昨年の消費税率引き上げ後の支出の低迷による需給ギャップの改善の鈍化、あるいは物価上昇期待の改善の遅れなどの要因を割り戻しますと、二〇一五年度の物価はだいぶ違う姿になっていたはずですが。

いずれにせよ、消費税率の引き上げがもたらすマイナスの影響は、時間が経てば必ず消えるものです。また、原油価格の低下は、中長期的には間違ひなくプラスの影響をもたらします。実際、どのような計量モデルもそうですが、原油価格の低下をモデルに入れてシミュレーションを行いますと、半年経った当たりから支出に対してプラスの効果が見られますし、一年ほど経ちますと物価にもプラスに働き出します。長い目で見れば、そうした効果が表れるのを待つことができるはずですが。

例えばアメリカのように、インフレ期待がほぼ二％でアンカーされていけば、むしろ待ったほうが良いと言えます。

しかし、日本の場合には、先ほど申し上げたとおり、人々に定着してしまったデフレ期待を転換させている最中です。その意味で、人々の物価観がまだまだ非常に不安定なときですので、原油価格の低下等が与える短期的な影響、期待形成に対する悪影響は無視できません。このようなことを考へて行つたのが、昨年の追加金融緩和です。あつたとき、日本銀行はそれほど原油価格が下がることか嫌なのか、そうであれば、国債を買わないで、原油を買つたらどうかなどと言われたこともありましたが、しかし、我々は、原油価格そのものを政策の対象にしているわけではありません。原油価格の動向が人々の期待形成に与える影響を問題視している、このように御理解いただきたいと思いま

す。

そういう意味で、昨年からほとんど原油価格が下がり出しまして、当初はとても心配しましたが、その後の事態の展開を見ますと、今春、二回目のベースアップが実現し、GDP統計は上下を繰り返していますが、失業率あるいは製造業の稼働率等で見る需給ギャップの真の姿は、ゆっくり改善してきていると思われれます。確かに、消費者物価上昇率は、表面上、原油価格の低下を背景に足元ゼロとなっており、これだけ原油価格が下がりますと、八月、九月にマイナスをつける可能性は十分ありますが、それを除いた物価の基調は着実に改善していると見ています。

#### (消費者物価指数の内訳)

このことを表していますのが、資料8ページのグラフです。消費者物価(除く生鮮食品)の前年

比の中身を、「エネルギー」と「その他」に分けたものです。

ご覧のとおり、「その他」は、二〇一三年の初めにはマイナス〇・五%ほどでしたが、一年半ほどかけて〇・九%ぐらいまで上昇しています。その間、「エネルギー」の価格の上昇はさらに加速しましたが、昨年後半からその影響がどんどん剥落しまして、今や消費者物価の前年比を1%近く下押ししています。逆に言いますと、1%ほど物価を下押しする圧力がありながら、でき上がりの消費者物価の前年比はゼロですので、エネルギーを除く基調的な部分は、二〇一五年四月頃から再度上がり出したということです。このトレンドが続きますと、原油価格がこの後さらにどんどん下がるのでなければ、いずれかの時点で、エネルギーの影響は前年比でゼロになります。そうなりますのはおそらく来年の夏頃だと思えますが、そ



ここで「その他」の実力が出てきますと、消費者物価の前年比二%の達成も可能になると見込んでいます。

### (物価の基調)

資料9ページの左側のグラフは、消費者物価指数(除く生鮮食品)を構成する品目のうち、値段が上がった品目の割合と下がった品目の割合を算出し、それを引き算してD-Iのようにしたものです。ちなみに、黒丸を付けた線が上昇品目の割合、白丸を付けた線が下落品目の割合で、上昇している品目がかなり増えていることが見てとれます。

右側のグラフは、POSデータを使って、デイトリーマたはウィークリーで価格と購買量を調査するという東大と一橋大のプロジェクトで得られた指数を示したものです。昨年四月の消費税率引き

上げのときに、この指数が勢いよく上がったのですが、その後、支出がついて行かず、結局どんどん下がってしまいました。しかし、今はしっかりと上がり出しています。したがって、二〇一五年度を中心とする時期に二%の物価上昇を達成することは難しくなっているわけですが、物価の基調の改善は着実に進んでいるというのが私どもの現状評価です。ただし、我々が相手にしているのは、人々の物価観という、ある意味では非常に扱いにくい、よくわからないものです。おそらく八月、九月は消費者物価の前年比がマイナスになる可能性がありますから、それが人々の物価観にどのような影響を与えるか、注意する必要があります。

### 三、量的・質的金融緩和の基本的な論点

以下では、多くの方々からしばしば尋ねられる、量的・質的金融緩和の基本的な論点として三つのことを取り上げたいと思います。一つ目は二％の位置づけ、二つ目は財政との関係、三つ目は出口政策です。

#### (1) 二％の位置付け

(消費者物価指数のバイアス)

日本では、二％の消費者物価の上昇を達成することは無理であり、一％を目標にすればよいのではないかという議論もありますので、そもそもなぜ二％を目指すのかということから申し上げたいと思います。

この点、決してインフレによって問題を解決しようという政策ではないことを御理解いただきたいと思えます。わずかなインフレであれば、景気刺激なので良いのではないかと考える方もおられるかもしれませんが、少なくとも私はそうは考えてはいません。むしろ、物価が安定している状態を消費者物価上昇率で表わしますと、ブラクティカルには二％ぐらいが良いというのが世界の中央銀行の共通理解だと考えています。なぜかと申しますと、消費者物価指数には上方バイアスがあって、真の値より高く出がちであるため、上昇率がゼロですと真の上昇率はマイナスになってしまうからです。このようなバイアスを考慮しなければならぬということが一つです。これに関しては、ボスキン・スタンフォード大学教授の研究が有名です。日本では、日本銀行の白塚重典氏がその手法を適用して研究を行っています。かつて

は、1%程度の上方バイアスがあるとされたのですが、その後、総務省統計局が統計の改善を重ねてきましたので、今はそれほど大きくないというのが一般的な理解であると思います。しかし、やはり上方バイアスがあることは否定できません。

(金融政策の「のりしろ」)

もう一つは、金融政策ののりしろです。インフレに対しては、中央銀行は幾らでも金利を高くすることによって対応できます。他方、金利をマイナスにすることは、最近のヨーロッパのように、幾分のマイナスはありうるようですが、いずれにせよ、そのような政策の効果は不確実ですので、一旦デフレスパイラルに入ってしまうと、そこから脱出するためのコストは非常に大きくなります。したがって、できるだけデフレにならないように、のりしろを持つておこうというのが

金融政策ののりしろ論です。消費者物価指数のバイアスとのりしろを考慮して、物価安定の状態を数字で定義しますと、「ちよつとプラス」ぐらいが良いというのが先進国の共通理解です。

(グローバルスタンダード)

では、その「ちよつとプラス」が1%なのか、2%なのか、3%なのかということになりますと、これだけなければならないという強い根拠はありません。今は、2%がグローバルスタンダードになっています。しかし最近、世界がデフレのリスクに直面してからは、のりしろをもっと大きくとったほうが良いという考え方が出てきています。例えば、クルーグマン・プリンストン大学教授やブランシャールIMF調査局長などは、4%ではどうかということまで言っています。個人的には、4%になりますと、とても物価安定の定義

には当てはまらないと思いますが、そのような議論さえあるほどです。したがって、二%が絶対ということではなく、いずれどこかで考え直すということになるかもしれませんが、今は、世界的に「ちよつとプラス」は二%で行こうということになっているわけです。

このように世界の先進国が二%で目標を揃えることのメリットの一つは、為替の長期均衡線が安定するということです。為替レートの決定要因についてはいろいろ難しい議論がありますが、長期的な趨勢において購買力平価（PPP）が重要な役割を果たすことは否定できません。ここで、日本以外の各国で物価が二、三%上昇し、日本だけ物価がマイナス一%ですと、PPPがプラス三、四%ずつ円高方向に変化し、常に円高の圧力がかかることとなります。他方、日本が他の先進国と同じ目標を持っておりますと、互いのPPPの関

係が変わりませんので、為替変動の基準線が安定することになります。

と言いましても、本当のインフレーション・ターゲットはフレキシブル・インフレーション・ターゲットですから、きつちりといつでも二%を達成しなければならないということはありません。イギリスでもアメリカでも、二%がいつも実現しているわけではありません。要するに、二%に対する求心力があれば、二%そのものにこだわるわけではなく、例えば一%と三%程度の間で大きく循環していれば良いという運用が一般的です。しかし、日本は、まだそこまで行っていません。一旦、人々のインフレ期待が二%でアンカーされれば、その前後である程度の変動を許容することができるようですが、今は人々の物価観を作り直している最中です。日本銀行が二%の実現に対して、他の先進国以上に強くコミットし

ているのは、このような日本特有の事情があるからなのです。

(重要なのは物価の基調判断)

技術的な話ですが、時々誤解されることがありますので、一つつけ加えてさせていただきます。

我々は、『展望レポート』等において、消費者物価指数として、生鮮食品を除いた、いわゆる「コア」と言われるものを多く使っています。この点に関連して、原油価格が大きく変化する中で、日本銀行も、食料・エネルギーを除いた、いわゆる「コアコア」の指数を使った方が良いのではないかと言われることがあります。また、最近、日本銀行が、生鮮食品・エネルギーを除いた指数を出しましたら、日本銀行は、指標をうまくスイッチして政策を変えるつもりかと言われるようなこともあります。しかし、これらは全て間

違ってきます。

アメリカでもヨーロッパでも、物価安定目標そのものは、総合指数、つまりヘッドラインで定義するのが普通です。何かを除いた物価指数で物価安定目標を定義することはありません。我々は、あくまでも総合指数のトレンド、基調的な動きを把握したいわけです。しかし、総合指数の中には、原油や間接税など、いろいろな要因が入っていますので、状況によって非常に大きく変動します。そのような中で、物価の基調的な動きを把握するための道具として、日本流の「コア」もあれば、「コアコア」もあり、さらに、最近、我々が出し始めた生鮮食品・エネルギーを除いた指数もあるということですが。この他、トリムド・ミーンと言いまして、上下一〇%の極端な値を除いた平均値もよく使います。さらに、こうした様々な指標に加え、その背後にある消費者行動や企業の価

格設定戦略が大事です。これらをできるだけ総合的に捉え、物価の基調を判断しようとしていることをご理解いただきたいと思います。どの指標の代わりにどの指標を使うというような、単なる指標選択の問題ではないのです。

## (2) 財政と長期金利

仮に、消費者物価の前年比二%の上昇が実現したとしますと、出口のところで長期金利が上昇し、財政負担が増えることになるため、財政運営への配慮から金融緩和の転換が遅れて、結果的にハイパーインフレが生じるのではないかということとを心配する方がおられます。財政の健全性に関してはいろいろな切り口がありますが、ここでは簡単に、名目GDPと債務残高の比率にフォーカスして申し上げます。

資料11ページの式では、分子に当期の債務残高

をとり、分母に当期の名目GDPをとっています。この式を変形していきますと、このページの一番下にありますように、二つの項の和として表すことができます。一つ目の項は、分子が $(1 + \text{金利})$ と一期前の債務残高をかけたもの、分母が $(1 + \text{成長率})$ と一期前の名目GDPをかけた合わせたものです。二つ目の項は、分子が当期のプライマリーバランス、分母が当期の名目GDPです。

物価が上がっていきますと、金利は必ず上がります。しかし、この式からわかるとおり、金利が名目成長率とほぼ同じように、つまり、実体経済に見合った形で上昇していくのであれば、この比率を悪化させることはないのです。

そうしますと、真に債務残高と名目GDPの比率を決めるのは、この式の二つ目の項目のプライマリーバランスです。プライマリーバランスをあ

る水準に収めることができれば、仮に金利が上昇しても、その上昇が実体経済と整合的なものである限り、財政を悪化させる要因にはならないということです。

問題は、実体経済からかけ離れた長期金利の上昇が起きるリスクはないのかということです。もしこのような長期金利の上昇が起きるとすれば、二つのケースが考えられます。一つは、この後申し上げますが、我々が出口政策で失敗し、マーケットをびつくりさせてしまつて、長期金利が跳ね上がるケースです。もう一つは、例えばギリシャの債務問題のような懸念が発生し、マーケットが財政再建に対するコンフィデンスを失つて、長期金利が経済の実態から離れて上昇するケースです。

長期金利の運営において最も重要なことは、長期金利の上跳ねが起きないようにすることです。

そして、そのために必要なことは、一つは、財政再建に対するマーケットのコンフィデンスをきちりと維持すること、もう一つは、我々が出口政策をうまく実施することです。

### (3) 出口政策

(出口政策の議論は時期尚早)

そこで、最後の話題である出口政策に入りたいと思います。

黒田総裁をはじめ、我々はいつても、出口政策について議論するのは時期尚早と申し上げていきます。しかし、このように申しますと、とても不安に思われる方が多いようです。日本銀行は何も考えていないのではないかとか、太平洋戦争のときの片道出撃と同じで、帰るときのことを考えていないのではないかと言われることもあります。

しかし、総裁の発言をよく読んでいただきます

と、今の段階で言えることはほとんど言っていない。資料12ページの下の方に黒田総裁の発言を引用しています。ここで、出口政策の手段について、「量的・質的金融緩和からの出口の具体的な手段という観点からは、保有国債の償還や各種の資金吸収オペレーションのほか、いわゆる付利、補完当座預金制度の適用金利の引き上げなどが考えられる」と述べています。このように、出口政策の手段は十分にあると言うことができます。しかし、こうした手段をどのように組み合わせるかは、出口における物価の上がり方や景気の改善のテンポに依存しますので、今の段階でこういうやり方をしますとは言えません。このような意味で、出口政策を議論するのは時期尚早であると申し上げているのであり、出口をどう出るかと、どのような手段を使うかといったことを全く考えていない、議論もしていないということでは

ありません。

#### (アメリカの出口政策)

アメリカでは随分早くから出口政策の議論を行っていたではないか、日本もそうした議論をすべきだとよく言われます。アメリカでは、二〇一年六月に「出口戦略の原則」を公表し、二〇一三年一二月にテーパリング（量的金融緩和の縮小）を開始しました。このことから、FEDは、量的金融緩和を終わる二年前から、方針を公表していたと言われます。それに対し、私はいつも、二つの点でちよつと待って下さいと申し上げています。

一つは、二〇一一年六月にFEDが「出口戦略の原則」を公表したのは、LSAPP2（第二期大規模資産買い入れ）が終わった後であったということです。そのときは、FEDも、まさかQE3



(第三期量的金融緩和)、L S A P 3 (第三期大規模資産買い入れ) をやるとは思っていなかったはず。要するに、実施してきた政策が終わったタイミングで、F E D が「出口戦略の原則」を公表したのが実情であるということです。

もう一つは、「出口戦略の原則」の中で、F E D は、金利を上げる前に、膨れ上がったバランスシートを縮小させるということを言いました。その結果、二〇一三年五月に当時のバーナンキ議長が将来のテーパリングを示唆した際、マーケットは、F E D が M B S (資産担保証券) を売却すると予想して、テーパータントラムと言われる、長期金利が一ヶ月に一・五%上昇するという混乱が起きました。その後、二〇一四年九月に公表された「政策正常化の原則と計画」では、二〇一一年六月の「出口戦略の原則」が撤回され、短期金利の引き上げを先に実施し、バランスシートはしば

らく縮小しないで維持することとされておりまして、両者の順番が入れ替わる形になりました。

#### (出口政策の真の難しさ)

もちろん出口政策は簡単ではありませんが、それは、金融政策の手段がないからではありません。手段としては、今申し上げたように、幾つかの十分な選択肢を持っています。

皆様が心配されるのは、一つは、出口で日本銀行がバランスシートを縮小するためにどんだん国債を売ったら、長期金利が上がってひどいことになりかねないということであると思います。この点、金融政策の最大の目標は、その時々々の経済の実態にふさわしいイールドカーブを実現するということです。もし我々のオペレーションで望ましくない長期金利の上昇が起きるようなりすたがあれば、それはやらなければよいわけです。

そのように申し上げますと、特に専門家の方は、日本銀行のバランスシートはしばらく縮小しないではないかと心配されるかもしれません。例えば二〇〇六年に量的緩和を解除したときは、日本銀行の当座預金の残高は三五兆円で、バランスシートの規模は一五〇兆円でした。今から考えると小さい数字ですが、膨らんだ日本銀行のバランスシートを縮小し、正常化させて、そこから短期金利の引き上げを始めたわけです。普通、カネをジャブジャブに出していますと短期金利は上げられませんから、確かに、バランスシートが拡大したままでは、短期金利を上げるオペレーションに入れないのではないかとという疑問を持たれるかもしれません。

そこで、私はこれをコロンブスの卵と呼んでいるのですが、金融調節のテクニクを抜本的に変えた可能性があるのが、中央銀行の当座預金に付

利するという新しいプラクティスです。二〇〇六年頃は、当座預金は金利ゼロでしたから、これほどカネをジャブジャブに市場にまいている以上、金利を上げるようなことは到底できませんでした。基本的には、余ったカネを全部吸収し尽くしてから、金利の引き上げに入るといふ順番です。FEDも、二〇一一年六月の「出口戦略の原則」ではそのようなことを考えていたと思いますし、我々もそのような形で量的緩和を解除しました。

その後、リーマン・ショックの前後に、市場の安定化のために、各国の中央銀行は当座預金に金利をつけるというプラクティスを採用しました。その結果、気がついてみると、これをうまく使えば、中央銀行のバランスシートをある程度大きくしたままでも、短期金利のコントロールができることがわかってきたわけです。

出口でほんとうに難しいのは、調節手段ではな

く、情勢判断とマーケットとのコミュニケーションです。この間のFEDの取り組みも、出口を巡るマーケットとのコミュニケーションの難しさを物語っています。その意味で、私は、出口政策は簡単だと申し上げるつもりは全くありません。非常に大変な仕事になると思います。しかし、それを円滑に実施するのが我々の仕事でもあります。

冒頭に申し上げたとおり、この一五年間、非伝統的金融政策については、日本銀行は常に先例となつていろいろな材料を示してきました。実際、先進国の中央銀行はこの間の日本銀行のいろいろなトライアルを注意深く研究してきました。今度是我々が彼らの出口政策から学ぶ番です。こうしたさまざまな経験も踏まえながら、適切な政策運営に努めていきたいと考えています。引き続き、皆様の御理解と忌憚らない御批判や御意見をお願いして、私の話をとりあえずここで終わることに

したいと思えます。

どうもありがとうございます。(拍手)

**増井理事長** 雨宮理事、日本銀行の金融政策を正しく理解する上で、大変わかりやすい御説明をいただきありがとうございます。若干お時間がございまして、御質問等がありましたら受け付けたいと思いますが、いかがでしょうか。

**質問者A** 第一回目、第二回目とも大きなサブプライズを与える金融緩和が行われ、それでようやくマーケットがここまで来たなという感じを持っています。お話の中で一点だけ、私だけではないかもしれませんが、ちょっと違うところがあると思つたのは、原油価格についてです。

景気低迷の一つの要因として高い原油価格がありましたので、原油価格が下がることによって、日本が再びデフレに戻るといふ期待を醸成するこ

とになるとは思えません。海外の投資家も、原油

価格が下がったことで、日本株に対してむしろポジティブになっていきます。原油価格を外した消費者物価指数を正面から持ち出して、これをターゲットとして政策を運営されてもよいのではないかと思います。一部で、ターゲットを変えるのは男らしくないなど、わけのわからないことを言う人もいますが、全体的な感覚の中では、原油価格は特殊要因として位置付けることができるのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

**雨宮** 今の御質問に対しては、二つのことをお答えするのがよいと思います。

一つ目は、原油価格の低下が経済に与える影響です。原油価格の低下の背景にあるのが、需要要因なのか、供給要因なのかによっても、見方は少し変わってきます。しかし、原油価格の低下は、日本経済にとって、全体としてはやはりプラスと

考えるべきだと思います。

その上で、我々にとつての問題は、先ほど申し上げたとおり、日本では今が人々の物価観を作り直している最中だということです。人々の物価観が不安定で、デフレ期待に後戻りしかねない中で、昨年の秋は、原油価格の低下が人々の期待にどのような影響を与えるかを非常に心配したわけです。

さらに申しますと、昨年秋の段階では、翌年、つまり今年の賃金交渉の見通しについて、非常に不透明感、不確実性がありました。昨年の一〇数年ぶりのベースアップにつきました。昨年の一〇数議など、政府のいろいろな政策措置が後押しした面がありました。我々は、高い企業収益、労働需給の逼迫という実態を踏まえ、今年もある程度のベースアップは必要だと考えていました。しかし、昨年の秋には、経済界は二回目のベースアップ

ブに非常に消極的で、今年のベースアップがどうなるか不透明なところがありました。さらに、昨年の夏から秋にかけて、春の消費税率引き上げとその後、天候不順を背景に、家計支出が振るわない状態が続いていました。

昨年秋の段階では、そうした足元の状況を踏まえまして、原油価格の低下が、せつかく実現してきたデフレ期待からの転換のプロセスに水を差すリスクがあると判断しました。どのような状況においても、原油価格が下がれば、物価予想の形成にとってマイナスであると判断しているわけではなく、企業の価格設定行動や賃金交渉などの状況次第で、この点の判断は変わりうると考えています。

その上で、二つ目に、これだけ外生的な要因が大きく動くような状況の下では、そうした外生的な要因を除いた指数で判断しようというのは、合

理的であると思います。ただし、物価上昇に関する指標は、あくまでも総合的な判断の一環として利用するものであり、その中で、「コア」も使うし、「コアコア」も使うし、生鮮食品・エネルギーを除いた指数も使うということです。さらに、総合判断を行う中では、単純な物価上昇率やその変形だけでなく、その背後にある需給ギャップ、人々の物価観の変化あるいは企業の価格設定行動なども含めた、社会のモードとしての物価観を見ていきたいと思っています。したがって、先ほどの御質問に対する答えは、イエス・アンド・ノーであり、エネルギーを除いた指数も使います、しかし、この指数を別の何かの指標に代えて使うというわけではありませんということになると思います。

**質問者B** 二つお聞きしたいのですが、一つ目は、昨今の中国リスクに関するもので、私は、

ハードランディングというところまでは多分行か  
ないだろうと思つていますが、兩宮理事の御  
見解をお聞きできればと思います。

もう一つ、量的・質的金融緩和について、二年  
で消費者物価の前年比を二%に引き上げると言つ  
て始めた政策ですので、まずは、できるだけ早く  
二%の物価上昇を達成し、その上で最終的には、  
安定的な二%の物価上昇を目指しておられると思  
います。資料8ページのグラフにおいて、今ちよ  
うど、「その他」が一%あたりまで来ています  
が、その中には、円安によって物価が上がってい  
る部分も含まれています。アメリカのように、人  
件費の上昇を見越して、毎年持続的にサービス価  
格が上がっていくようになって、初めて安定的な  
二%の物価上昇が実現することになります。そ  
れまでにはかなり時間がかかるように思います。

したがって、二年で二%と言ったから、何

が何でも二%の達成を目指して頑張るといふこと  
になりますと、かえつて無理に円安に持つていっ  
たりする弊害も出てくるように思います。また、  
二%の物価上昇の達成のために必要なのは、金融  
政策だけでなく、アベノミクスの第三の矢をどう  
するかといったこととも関係します。このような  
ことも踏まえて、二年で二%の物価上昇の目標を  
うまくずらしていけないものかと思ひます。マー  
ケットも、率直な議論であればおそらく受け止め  
るのではないかと思ひますが、この点についてど  
のようにお考えでしょうか。

**兩宮** 一つ目の中国リスクについては、話し出し  
ますと非常に時間がかかりますので、着眼点を幾  
つか申し上げます。

一つは、上海市場の株価は、昨年一二月頃から  
のおよそ七ヶ月間で、二五〇〇から五〇〇〇余り  
まで上がり、その後、三〇〇〇まで戻りました。

この間の急激な上昇と下落は、中国の実体経済とはひとまず切り離してみたほうが良さそうです。その意味で、マーケットは冷静になったほうがよいと思います。

では、その実体経済はどうかということが二つ目です。全体としてスローダウンしていることは間違いないと思います。最近、李克強指数と言われるいくつかの指標、電力消費量、陸上貨物輸送量、銀行貸し出しなどが落ち込んでおりますので、中国経済は急激に失速していると言う人がいます。この点、中国の電力消費量のうち六割ぐらゐは重工業ですし、陸上貨物輸送量の半分以上は石炭ですから、李克強指数は超重化学工業偏重指数であると言えます。李克強がこれを使っていたのは、彼が遼寧省の共産党書記をしていた一〇年前のこととして、中国経済は、もう四年ほど前に、第二次産業と第三次産業のウエイトが入れ替

わり、第三次産業のほうが大きくなっています。したがって、李克強指数に基づいて、中国経済が失速しているのとは早計だと思います。

しかし、製造業部門において供給過剰がかなり大きくなっていることは間違いなく、その是正の必要性は中国当局自身が明確に認めています。したがって、製造業中心に減速しておりますが、基本的には、六、七%の成長は確保されていると見ています。

もっとも、同じ六、七%成長でも、その中身が重化学工業からサービス業等に移りますと、輸入誘発係数は大きく低下しますので、アジアや日本の輸出業者は肌身で中国の需要が非常に弱くなっていると感じるはずですが、中国経済の悲観論の根拠の一つになっていのではないかと思います。

御質問の二つ目の二%の物価上昇目標につきま

しては、先ほども申し上げましたとおり、世界的には、いわゆるフレキシブル・インフレーション・ターゲットインクの政策運営がなされ、中長期的な物価上昇目標を二%としつつ、実際には、その周りで物価が動けばよいと考えられています。

その間、どういう政策運営を行うかは、あくまでも総合判断が基本ですし、我々の目指す最終的な姿もそういうことだろうと思っています。しかし、今は、この一五年間続いたデフレ均衡から、ともかく一旦日本経済を脱出させるために、人々のデフレ期待を転換させることを優先すべき段階だと思っています。

**質問者 C** 一点、伺いたいと思いますのは、今進めておられる量的・質的金融緩和の中で、アセットプライスをどのように位置付けておられるかという点です。インフレもデフレも、資産・負債というアセットと、フローとしての所得や消費の関

係を大きく変える効果を持ちます。これまで日本がデフレに苦しんできた中で、特に負債の実質価値が大きくなって、結果的に、活発な企業活動が阻害される面があったように思います。

資料8ページのグラフで、消費者物価の「その他」の部分が上昇していますが、これが不動産価格などのアセットプライスの上昇につながり、さらにフローの物価にも影響を与える、このようなフィードバックのチャネルを意識されているのかどうか、そのあたりについて伺えればと思います。

**雨宮** アセットプライスの上昇や下落をどう考えるかは、日本経済にとって非常に大きな問題です。

デフレ均衡からの脱出、あるいは、デフレ期待の転換の中身をもう少し腑分けしてみますと、物価がどんどん下がるという考え方を転換させるの



と同時に、それと表裏一体のものとして、リスクテイキング活動を活発化させるということがあります。デフレの下で起きる最も典型的な事象は、株を持つても損をするばかりなので、キャッシュが一番有利な資産になるということです。この一五年間、企業がキャッシュをホールドし、家計も預貯金を増やしたのは、一種のデフレ行動であるわけです。これを変えるということは、とりもなおさず、キャッシュを持つていると損をする、もう少しリスクテイクしたほうが結果的には儲かるという社会的なモードを作ることです。积込に説法ですが、不動産価格であれ株価であれ、資産の価格は将来生まれる収益の現在価値を表しています。リスクテイク活動を活発化させるためには、保有している資産の将来の収益性を高めることが必要ですから、デフレを脱却することと資産の収益性を高めることは表裏の関係にあると考

えています。

実は、量的・質的金融緩和を始めたときに、効果波及ルートとして三つを挙げました。一つはイールドカーブを下げる、二つ目は期待を変え、三つ目はポートフォリオ・リバランスです。三つ目のルートは、日本銀行が無理やり介入して株価を人為的につり上げるといよりは、デフレ脱却を通じてリスクテイク活動を活発化させ、資産価格が实体经济や収益予想と整合的な形で上がり、それが再びフローの所得形成に戻っていくというパスを想定しています。それに加えまして、ETFやJ・REITを買うことによって、ある種、池に水を入れると言えばよいのでしょうか、人々のリスクテイキング活動を活発化させるトリガーになるようなオペレーションも行っています。

**増井理事長** たくさん御質問があったものですか

ら、時間がかなりオーバーしましたが、今日はこのあたりで終わりにしたいと思います。

最後に、両宮理事に拍手をお願いいたします。  
(拍手)

(あみや まさよし・日本銀行理事)

(本稿は、平成二七年九月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

雨宮正佳氏

略 歴

出身地 東京都

昭和54年3月 東京大学経済学部卒業  
54年4月 日本銀行入行  
平成10年4月 企画室企画第二課長  
10年7月 金融市場局金融市場課長  
11年5月 企画室企画第一課長  
13年4月 企画室参事役  
14年6月 考査局参事役  
16年7月 政策委員会室審議役（組織運営）  
18年4月 企画局長  
22年6月 日本銀行理事  
24年5月 “ 大阪支店長囑託  
25年3月 “ 大阪支店長囑託を解く  
26年6月3日 “ （再任）