

異次元緩和における「二年」の意味

伊豆 久

はじめに

日本銀行が量的金融緩和（以下、QQE）を開始してから、まもなく二年がたつ。QQEではインフレ率二%の達成時期について、「二年程度の期間を念頭に」と明記していたが、この間、インフレ率は二〇一四年四月の一・五%をピークに低下を続け、足元（二月）では〇・五%まで下がっている（生鮮食品、消費税を除く）。二年への到達は、二年後はもちろん、三年後（一六年四月）以降にずれ込む可能性も指摘されるようになった。では、QQEにとって「二年」とはどのような意味があったのだろうか。諸外国のインフレターゲットを見て達成の時期を明示するのは異例であるが、QQEがそこに踏み込んだのはどのような考え方によるのだろうか。また、「二年程度の期間を念頭に」の解釈をめぐっては、日銀の政策委員の間でも見解にかなりの幅がある。⁽¹⁾ 「二年」をめぐる政策委員の議論を紹介することで、QQEの今後を考えてみたい。

1 岩田副総裁の「責任」の明確化による「インフレ期待」転換論

日銀がインフレ目標二%を掲げたのは、実はQQE導入の三ヶ月前であるが、その時には、期限については「できるだけ早期に」としているだけであった（同日の政府との共同声明においても同様、二〇一三年一月二二日）。

二年という具体的な期限が示されたのは同年四月のQ&Eが最初となるが、そこで最も重要な役割を果たしたのは、岩田副総裁の考え方ではなかったかと思われる。

岩田副総裁の着任時の記者会見を見てみよう。副総裁はそこでデフレの脱却に必要な二つの条件を明確に説明している（資料1）。目標達成の期限を切ることに言い訳をしないことである。つまり、「できるだけ早期に」といった曖昧な表現では、いつまでたつても目標を達成できたのかできなかったのか明らかとはならない。となれば、結局何もしないままということが起こりうる。期限を切るからこそ達成未達成が明確になり、責任問題が具体化し、したがって日銀も真剣に仕事をせざるをえなくなる。また、インフレ率には、金融政策だけでなく、供給要因他様々な要因が作用する。しかし、それらを指摘し、「言い訳」をしていたのでは、日銀の責任は明確化されない。副総裁の主旨はそういうことではないかと思われる。

では、なぜ責任の明確化が必要なのか。資料2で副総裁の講演録を見てみよう。責任をともなった強い意思表示、そのもとの大胆な金融政策が人々のデフレ期待をインフレ期待へと転換させることが強調されている。そして、そこでは実際に民間銀行の貸出やマネ

資料1 岩田副総裁就任記者会見要旨（2013年3月21日）より

私は、2%のインフレを達成するため、あるいはデフレを脱却するためには、2つの条件が必要だと思っています。1つは、2%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かということに日本銀行がコミットするということです。これにコミットすることが、非常に大事なことです。大体いつ頃までに達成するかということについては、主要国の中央銀行は、大体「中期的」とか「ミディアムターム」という言葉で表現しています。その「ミディアムターム」というのが実際何年くらいなのか、色々な研究者が調べたところ、大体2年くらいということになっています。平均すると2年くらいでインフレターゲットの中に入っているんで、そういう経験から言っているわけです。

2つ目は、そういう意味で、2年くらいで責任をもって達成するとコミットしているわけですが、達成できなかった時に、「自分達のせいではない。他の要因によるものだ」と、あまり言い訳をしないということです。そういう立場に立っていないと、市場が、その金融政策を信用しないということになってしまいます。市場が金融政策を信用しない状況で、いくら金利を下げたり、量的緩和をしても、あまり効き目がないというのが私の立場です。

（出所）日本銀行ホームページ。以下の資料も同じ。

ーストック（旧マネーサプライ）が増加することは必要とされていない（資料3）。強いコミットメント（約束）のもとでのマネタリーベースの拡大が、市場の期待を転換させ、実際のインフレ率を決定するのである。

すなわち、岩田副総裁が最も重視する政策の波及経路は、△日銀のコミットメント▽△市場からの信認▽△デフレ期待からインフレ期待への転換▽△△実際のインフレ率の上昇▽というものである。日銀のコミットメントが信頼

資料2 岩田副総裁講演録（2013年8月28日）より

金融緩和政策が実際に効果を発揮するためには、2%という物価安定の目標を中央銀行が責任をもって達成するのだという強い意思表示、すなわち「コミットメント」と、それを裏打ちする具体的な行動を伴っていることが何より重要です。

中央銀行がインフレ目標の達成にコミットし、その実現を目指して思い切った金融緩和政策を実施することによって、人々の期待がデフレ予想からインフレ予想に変わり、行動が変わり、経済全体の動きが変わってきます。このことが、政策効果実現の大きな鍵を握っています。

（中略）

「人々の期待に働きかける」という私の説明を聞いて、おまじないのような話だと思われた方もいらっしゃるかも知れません。しかし、金融政策というのは本来、「人々の期待に働きかけること」を通じてその効果を発揮するものなのです。

資料3 岩田副総裁講演録（2013年10月18日）より

市場参加者の予想インフレ率が上昇するのは、日本銀行が2%の物価安定目標の達成を強く約束し、その目的達成のために民間に供給するお金（このお金は現金と金融機関が日銀に預けている当座預金の合計で、「マネタリーベース」と呼ばれます）の量を大幅に増やし続けられれば、将来、銀行の貸出等が増え始め、その結果、世の中に多くの貨幣（貨幣とは現金と預金の合計です）が出回るようになると市場参加者が予想するようになるためです。将来、貨幣が増えれば、その貨幣の一部が物やサービスの購入に向けられるため、インフレ率は上昇するだろう、と予想されるわけです。

ここで重要なことは、銀行の貸出等を通じた貨幣の増加が現に起こっていないとしても、将来の貨幣の増加を見越して、予想インフレ率の上昇が起こり得るという点です。

（中略）

金利や予想インフレ率に影響するのは、中央銀行の金融政策レジームと、そのレジームを前提とした市場参加者の将来の貨幣ストックの予想であって、現在の貨幣ストックではありません。この意味で、「現在の貨幣ストックと物価との間に一対一の関係が成り立つ」という、素朴な貨幣数量説は現実に妥当しないでしょう。しかし、将来の貨幣ストックの経路に関する予想と予想インフレ率の間には密接な関係があり、そうして形成される予想インフレ率が現在のインフレ率を決定するのです。

されなければ、政策は意味をもたない。コミットメントの信頼性を確保するためにこそ責任の明確化、そのための期限の設定が必要不可欠の要件となるのである。すなわち、「岩田理論」にあって目標達成の期限の設定は、単に「できるだけ早期に」を担保するものというより、Q QEを有効ならしめるための必須の要素なのである。

では、その期限はなぜ一年程度でも三年程度でもなく、二年程度に設定されたのだろうか。資料1にあるように、主要国の中央銀行が中期的（ミディアムターム）としているのが、結果的に二年程度であるということが理由のようである。黒田総裁も、就任会見において同様に発言している（資料4）。日本と他国の経済・金融構造の違いはもとより、中央銀行が対外的に表明する言葉の選択において「中期的に」と表現することと「二年」と明示することの間にある違いについても十分な考慮がなされたであろうが、それらよりも、コミットメントへの信頼を高めるべく「二年」という具体的な数字をあえて示すことのメリットが重視されたものと思われる。

2 「二年程度の期間を念頭に」

とはいえ、過去三〇年の日本において、消費者物価指数が二%を超えたのは、ほとんど、原油価格が大幅に上昇した時に限定される。そのような中で、△二年以内に二%を達成するVと約束することには、日銀執行部としても当然、躊躇があったものと思われる。Q QEにおいては、「二年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」という穏当な表現に落ち着いた。「念頭に置く」とは広辞苑によれば「覚えていて心にかける」の意であるから、常識的に解釈す

資料4 黒田総裁就任記者会見要旨（2013年3月21日）より

各国の状況を見ると、物価安定目標の達成に向けて2年程度を一種のタイムスパンと考えている中央銀行が多いようです。そうしたことも十分勘案し、2年程度で物価安定の目標が達成できれば非常に好ましいと思っています。

れば、「二年」は努力目標の一つということになる。

しかしながらQQEでは、マネタリーベースを「二倍」にすることによって、「二年」程度でインフレ率を「二%」にと、重要な数値を「二」に揃える形で政策が組み立てられ、また黒田総裁は、決定時の記者会見においてもそれを強調した。常識的な金融政策論から考えれば、様々な政策目標を特定の数値に揃えることには何の意味もないが、おそらく、市場関係者だけでなく広く国民全体のインフレ期待の転換を図るためには、こうした入りやすさVが有効だと考えられたのではないかと思われる。

つまり、「二年」という数値は、文言上は△努力目標Vにすぎないが、実際にはかなり強い意味を持つ言葉として、両義的な（したがって場合によって使い分け可能な）性格を与えられたと言える。

3 木内委員の反対・修正提案

政策委員会がQQEを決定した際（またその後も引き続き）、一人の政策委員（木内登英委員）が、この期間に関する部分について反対票を投じ、独自の案を提案している（資料5・6）。木内委員の主張は、①目標達成の期限とQQEの実施期間を明確に区別する、②目標達成については「できるだけ早期に」のみとし、二年はQQEの実施期間とする、③QQEについては目標達成まで続けるのではなく二年経過後に見直す、というものであった（木内委員の提案は他の委員全員の反対で否決）。

提案の理由について木内委員は、資料7のように説明している。その意味するところは、「二年程度の期間を念頭に」という言葉は、中央銀行が決定し公表する言葉であり、しかも、過去にも海外にも例を見ない具体的な年限の提示であるから、それを単なる△努力目標Vであるといった解釈で済ませるわけにはいかず、そしてそれ

を達成できる可能性は低いか弊害が多く、日銀の信認を傷つけることにもなりかねない、ということであろう。

4 佐藤委員の賛成理由

他方で、佐藤健裕委員は、別の解釈にもとづき、別の投票行動をとっている。佐藤委員は、Q QEの採決において、（木内委員を除く他の委員と同じく）賛成票を投じているが、それについて、「二年程度の期間というのは、あくまでも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、という現実的な目標を掲げたが故に」賛成したのだと説明している（資料8）。そして、そもそも、中央銀行が特定の期限を区切って物価を押し上げようとしても、無理であるばかりか弊害が大きいことを指摘している。

つまり、木内委員と佐藤委員は、Q QEに対し

資料5 Q QE対外公表文『『量的・質的金融緩和』の導入について』（2013年4月4日）より

- ・日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。
- ・「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。

資料6 木内委員の提案（2013年4月4日）

- ・日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、~~2年程度の期間を念頭に置いて、~~できるだけ早期に実現する。2年程度を集中対応期間と位置付けて、『量的・質的金融緩和』を導入する。
- ・~~「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。~~（削除する）

資料7 木内委員講演録（2013年9月19日）より

このような修正を提案したのは、（1）2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いて達成するには、大きな不確実性がある、（2）そうした中、「量的・質的金融緩和」が長期間にわたって継続するという期待が高まれば、同措置が前例のない規模の資産買入れであるだけに、金融面での不均衡形成などにつながる懸念があるためです。

て反対と賛成に分かれたわけであるが、「二年」の解釈について、木内委員は厳格に解釈して反対し、佐藤委員は努力目標にすぎないと解釈して賛成したのであって、目標達成の期限そのものに対する見方に大きな違いはないように思われる。

このように、日銀政策委員会内部において、二年程度でのインフレ率2%の達成について、岩田副総裁のようにそれを政策効果に直結する極めて重要な要素として厳格に考える立場と、木内・佐藤委員のように柔軟に考える立場が両端にある。QQE以来、黒田総裁は、岩田副総裁に近いと思われるもののその発言は慎重で、真意は計りかねるといった状況が続いていた。ところが昨年一〇月に発表された追加緩和によって、黒田総裁の、「二年」への強い意思が明らかとなったのである。

5 追加緩和の衝撃

昨年一〇月、日銀は、保有長期国債の買い増し額を従来の年間五〇兆円から八〇兆円に引上げるなどの追加緩和策を発表し、市場に大きな衝撃を与えた。追加緩和が必要とされた理由を見てみよう（資料9）。

そこでは、原油価格の下落がインフレ率の低下をもたらし、それによってインフレ期待の転換が遅れる可能性があることが指摘されている。しかし、公表

資料8 佐藤委員記者会見要旨（2014年12月4日）より

昨年4月の「量的・質的金融緩和」開始時の対外公表文では、本行が2年程度の期間を念頭においてできるだけ早期に「物価安定の目標」を実現するというコミットしたわけです。私の理解では2年程度の期間というのは、あくまでも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と考えています。むしろ、できるだけ早期に、という現実的な目標を掲げたが故に、私としては昨年の4月に「量的・質的金融緩和」に賛成票を投じたのであって、そもそも2年での達成ということコミットすることに同意したわけではありません。先程の繰り返しになりますが、特定の期限を区切って中央銀行が物価の押し上げを狙おうとしても効果は一時的に止まる可能性が高いと思いますし、そこでさらに物価を押し上げようとするれば、一段の金融緩和を繰り返すことになり、結局は長い目でみて、中央銀行の物価安定に向けた信認が問われることになると思います。

文が認める通り、原油安は日本経済にプラスに作用し、中長期的には景気、物価を引き上げる効果がある。しかも、原油価格が底を打てば、その物価（対前年同月比）への効果は一二月後には消えてしまうのである。

確かにQQEは「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ことを明記していたが、他方で黒田総裁は「戦力の逐次投入はしない」旨の発言を繰り返してきた。そうしたなかで、マイナス効果は一年で消え、中長期的には確実なプラス効果が期待できる外的環境の変化に対して、追加緩和に踏み切ったわけである。

この追加緩和の発動によって、二％を達成できないのは原油安という外部要因のせいであるといった「言い訳」を否定し、二年という期限を切ることによる責任の明確化を重視する岩田副総裁の考え方は、やはり、黒田総裁にも共有されているのであり、となると、今後もインフレ率が伸び悩むたびに、それがいかに一時的なものでありまた日銀にコントロール不可能な要因によるものであっても、さらなる追加緩和が発動されるのではないか、との思惑が市場関係者の間に広がったのである。

6 追加緩和への反対の理由

この追加緩和の決定においては、九名の政策委員のうち四名が反対票を投じている。議事要旨によると、反対理由は、①経済・物価の基本的な前向きなメカニズムは維持されている、②追加緩和の効果は副作用に見合わない、③追加緩和の限界的な押し上げ効果は大きくない、④MM

資料9 QQE2対外公表文「『量的・質的金融緩和』の拡大」 (2014年10月31日)より

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。

Fの運用難、金融機関の収益低下をもたらす、⑤国債市場の流動性を損ない、財政ファイナンスと見なされかねない、⑥円安の悪影響が懸念される、⑦月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではない、⑦帰属家賃を除いた指数でみると物価は二％程度に達している、⑧目標は中長期的に達成すべきものであり二年程度に過度にこだわるべきではない、といったものであった。

そして、反対票を投じた委員の講演録を読むと、実は、反対の背景には、追加緩和の効果は小さいのではないかという直接的な理由にとどまらず、そもそも「物価安定の目標」の達成とはどのような状態を指すのかをめぐる見解の相違もあるように思われる。

7 木内委員・佐藤委員の物価目標論

資料10に掲げているのは、木内委員のQ&E前の記者会見での発言であるが、ここでは、一時的に物価だけをあげても持続性がなければ意味がなく、政府や企業の実力による生産性の上昇が不可欠であることが強調されている。

また、資料11の佐藤委員の講演録では、そもそも物価目標（インフレターゲット）というものが、「二％をピンプointで達成すること」ではなく「二％を『安定的に達成』すること」を目指すものであり、ここでは二％に「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」であり、かつ、その範囲内で物価上昇率が安定する「見通しが立てば」、Q&Eは成功なのである、との認識が示されている。

物価が、生産性や輸入一次産品価格など供給側の要因によっても大きく左右されること、また、金融政策の波及にはタイムラグが生じることなどを考えれば、一時的であることが明らかかな要因に逐一対応することが適切で

資料10 木内委員記者会見要旨（2013年2月28日）より

拙速に物価を目標値に近づけていくというのは、私どもが掲げている「物価安定の目標」ではないということです。私どもが目指しているのは、あくまでも長い目で見た経済の安定と発展ということです。物価の安定というのは非常に重要ですが、仮に短期間で物価を非常に押し上げることができたとしても、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、2%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、ということになります。そういう点で考えると、物価を機械的に誘導するのではなく、成長力の強化、特に生産性が高まるということが重要で、これについては日本銀行も努力し、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だと思っています。

資料11 佐藤委員講演録（2013年7月22日）より

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、インフレ目標導入国でも、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。こうしたインフレ目標政策についての理解は同様の枠組みを採用する中央銀行の間で既に共有されている。同様に、2%の「物価安定の目標」を掲げる日本銀行の金融政策の枠組みも柔軟なものであり、2%をピンポイントで達成することを目指すものではなく、2%を「安定的に達成」することに主眼を置いたものと私自身は理解している。

ここで「安定的に達成」することの意味だが、金融政策の効果波及までのラグや不確実性を勘案すれば、そもそも2%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。アローアンスをどの程度みるかは政策委員間で多少見解の相違があるかもしれないが、私自身は2%を中央値としてある一定の範囲内で物価上昇率が安定する見通しが立てば、「量的・質的金融緩和」の主要な目的は達成できたと評価できるのではないかと考えている。日本のインフレ率のトラックレコードを勘案すると、インフレ期待が早々に高まらない限り、2年程度で2%の「物価安定の目標」をピンポイントで達成する可能性は必ずしも高いとは言えない。しかし、「物価安定の目標」があくまでもこうした一定のアローアンスをもった柔軟な枠組みと考えるのであれば、目標はリーズナブルであるし、達成も可能であろう。

ここで強調しておきたいのは、「量的・質的金融緩和」で目指しているのは、日本銀行法にある「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」である。具体的には、単純に物価だけが上昇するのではなく、全般的な経済状況が改善するなかで、投資や消費が伸び、企業収益が増大し、雇用・所得環境が改善するなかでバランス良く物価も上がっていく好循環を作り出していくことを日本銀行は目指している。2%というインフレ率を表面的に実現するために「国民経済の健全な発展」を犠牲にすることがあってはならない。

ないのは明らかである。しかし、こうした考え方は、追加緩和を決定した二〇一四年一〇月時点の政策委員会で少数派だったのである。

おわりに

しかしながら、その後も原油価格の下落、インフレ率の低下が続いたことから、日銀を取り巻く環境はまた大きく変化した。

日銀は、今年一月二日の政策委員会において、二〇一五年度の物価見通しを昨年一〇月時点の予想である一・七％（政策委員の見通しの中央値。生鮮食品・消費税を除く）から一・〇％へと大幅に引き下げたが、にもかかわらず、Q QEのさらなる拡大を行うことはなかった。その際の記者会見において、黒田総裁は、大幅な原油安によるインフレ率のさらなる低下の可能性を認めつつも、原油安がもたらす中長期的なプラス効果を強調している。一〇月の追加緩和の際とは力点の置き方が逆になったのである。また、「一次産品市況が下がったからといって二％の目標は達成しなくていいとか、そういうことにはならない」とし、達成期限については「二〇一五年度を中心とする期間』であってそこに変更はないとしつつも、「二〇一三年四月に導入したので、二〇一五年四月に二％になるとか、ならないと言ったことは全くありません」と、「二年」については柔軟に考えることを示唆した。

そして同時に政府から重要な方針変更が発表された。

一月の『月例経済報告』において、安倍内閣発足以来一貫して用いられてきた物価安定達成の時期に関する「できるだけ早期に」という文言が削除され、代わって「経済・物価情勢を踏まえつつ」が挿入された。つまり、

一二月までの「日本銀行には、二％の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを期待する」が、「日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、二％の物価安定目標を実現することを期待する」に変更されたのである。さらに甘利経済財政担当大臣が一月二七日の記者会見で「政府も日銀も厳格な期限をコミットしているわけではない」と発言している。

これまで、安倍内閣は、QQEを非常に高く評価してきたわけであるが、ここに来て、さらなる追加緩和を実施しても、弊害を上回る効果を期待できないと判断したということであろう。特に、追加緩和がもたらす以上の円安が、中小企業や家計に与えるダメージ、そしてそれが春の統一地方選挙に及ぼす影響が心配されたのではないかと思われる。

黒田総裁のパワールの源泉の一つは、政府・与党からの強い支持であったわけであるから、就任後は独立性（五年の任期）が保証されているとはいえ、政府自身のこうした転回は、その政策判断に一定の影響を及ぼさざるをえないであろう。

日本銀行では、黒田新体制発足以降これまで、理論的な拠り所としては岩田副総裁の考え方が重視されてきたように思われるが、これからは木内委員・佐藤委員の考え方に少しずつウエイトを移動させることになるのではないだろうか。

注

(一) 政策委員会は、日本銀行の最高意思決定機関。総裁一名、副総裁二名、審議委員六名の計九名の政策委員で構成される。委員会の会議は二種類あり、△金融政策決定会合▽において金融調節関連事項の、△通常会合▽において他の業

務全般の基本方針を、一人一票の単純多数決で決定する。△金融政策決定会合▽については、概ね一ヶ月後に議事要旨が、十年後に議事録が公表される。政策委員（総裁、副総裁を含む）は、国会の同意を経て内閣が任命し、五年の任期期間中は自らの意思に反して解任されることはない。

(い) ず ひさし・客員研究員)