

揺れる異次元緩和の論理

伊豆 久

はじめに

先月末、日本銀行は、マイナス金利の導入を決定した。その理由は、原油価格の一段の下落と新興国・資源国経済の不透明感がデフレマインドの転換を遅らせ、「物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している」ためとされた。⁽¹⁾

しかし、黒田総裁は、一年ほど前から、「物価の基調」は堅調である旨を繰り返し強調してきた。今回の決定の直前の国会でも「物価の基調は着実に改善している。先行きの物価の基調も着実に高まる」と発言している（参議院予算委員会一月一五日）。確かにこの間の原油市場、株式市場の変動は激しいものであったが、わずか二週間で「物価の基調」へのリスクをそれほど高めるものだったのだろうか。

また日銀は、昨年末に、買入れ国債の平均残存期間を拡大する補完措置を決定していたため、今回追加緩和が行われるとしても、それは国債買入れ額の引上げであろうというのが大方の見方であった。黒田総裁はかねてよりマイナス金利の導入に否定的な発言を続けており、一週間前の一月二二日の参議院決算委員会でも「現時点でマイナス金利を具体的に考えているということはない」と述べていた。

異次元緩和の基本的な論理は、長期金利の低下余地が大きくないことを前提に、大量の国債の買入れでマネタリーベースを拡大し、企業と家計の予想インフレ率を上げるといったものであったが、今回の決定は、再び「量

から「価格」に波及メカニズムの軸足を移したように見える。また、日銀当座預金の超過準備部分への付利（現行〇・一％）は、対象金融機関の超過準備保有（非国債買入れの円滑な実施）へのインセンティブとして必要不可欠なものと思なされてきたが、マイナス金利はそこにネガティブな影響を与えかねない。

いずれにせよ、ここに来て、異次元緩和の枠組みは大きく変化したことになる。この機会に、改めて異次元緩和の考え方、メカニズムの特徴を、簡単に整理してみよう。

まず、議論の出発点に立ち返って、（異次元緩和以前の）伝統的な「物価の安定」の考え方を確認し、次に異次元緩和の基本的な論理⁽²⁾を整理する。そのうえで、昨年来黒田総裁が強調してきた「物価の基調」論について考え、最後に今回のマイナス金利政策について述べることにする。

1 伝統的な「物価の安定」の考え方

日本銀行は、今から三年前（二〇一三年一月二二日）、「大胆な金融緩和」を公約とした安倍内閣の成立を受けて「物価安定の目標」を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で二％とすること」を決定した。

では、「二％での物価安定」とはどのような状況を指すのだろうか。

言うまでもないことであるが、図1のAやBのように、インフレ率が二％に到達したもののそのまま上昇していったりあるいはその後急落したりするような場合は「物価安定」ではない。しかし、と言って図2のように毎月の対前年同月比のインフレ率が二・〇％であり続けるといったことはありえない。

このように考えると、「二％での物価安定」とは、図3のQからRのように、毎月のインフレ率が、国内景気や内外の各種要因によって変動しながらも二％を中心とする一定の幅の中に収まっている状態ということになる

う。つまり、「物価の安定」は、ある程度の「上下の幅」と「時間の幅」を伴う概念である（その幅の大きさを特定の数値で表現することは困難であるが）。

米国FRBが「二%」、ECB（欧州中央銀行）が「二%以下」の物価目標を定めた際⁽³⁾、それらを、それぞれ

図1 物価変動のイメージ（その1 物価の発散）

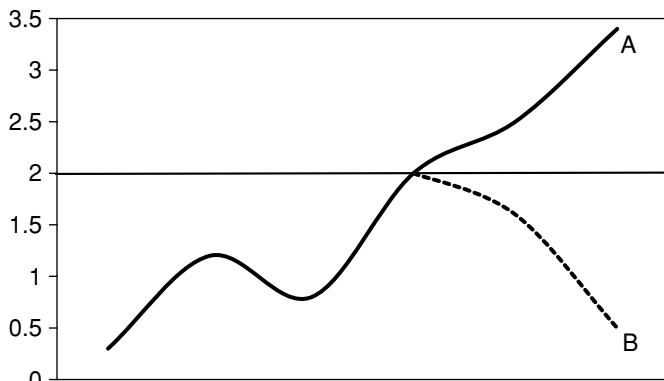


図2 物価変動のイメージ（その2 物価の固定）

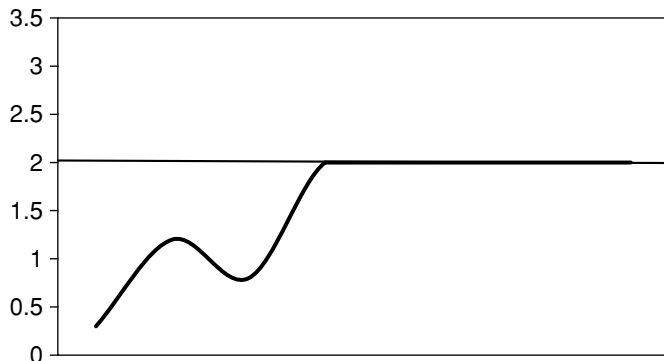
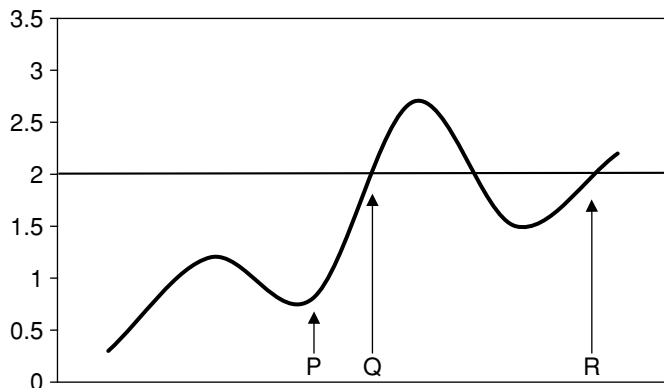


図3 物価変動のイメージ（その3 物価の安定）



「長期的目標 (longer-run goal)」（FRB）、「中期的に (over the medium term)」（FOMC）と明記しているのは、こうした物価変動の一サイクルの長さを指しているものと思われる。ここで、「長期的」「中期的」の言葉が、「現在から目標達成までの期間」を指すのではなく、「物価の安定」を定義し確認するのに必要なインフレ率の循環の期間を意味する点には注意すべきであろう。同じく「中期的」という言葉であっても、「現在から五年後まで」等を意味する企業の「中期計画」等の場合とは意味が異なる。

では、こうした「物価の安定」において、日本銀行が目標としている「二％程度に達する」ことにはどのような意味があるのだろうか。

繰り返しになるが、インフレ率が二％に達したとしても、図1のように一時的な通過点となる可能性もあり、その場合には二％の到達には何の意味もない。目標は、あくまで二％程度での「物価の安定」なのであるから、最も重要なのはそれを確認できる図3のRの地点に到達し、その後もQ→Rの循環を繰り返すことである。

しかし、金融政策の効果の波及にはタイムラグが存在することを考えると、QあるいはRの地点を待っていては政策対応が遅れてしまう。したがって、政策運営上重要なのは、一時的に二％に到達したか否かではなく、二％程度を中心とした安定的な変動を「見通せる」ようになったか否かのはずである。⁽⁴⁾

もし、図3の（二％に達する以前の）Pの地点でその見通しが立ったなら、そこからテーパリングや引締めへの移行が始められるであろう。例えば、昨年一二月、米国FRBは、インフレ率はFRBが目標とする二％に全く届いていないにもかかわらず金利の引上げを決定したが（直近一〇月時点の対前年同月比インフレ率⁽⁵⁾は総合で〇・二％、食品とエネルギーを除くコア指数で一・三％）、それはこうした考え方による。

あるいは逆に、二％を超えても、それが一時的なもので再び下落すると予測されるならば、引締めへの転換は

先送りされることになる。

2 異次元緩和の論理

以上のような伝統的常識的な「物価安定」観に対して、異次元緩和の特徴の一つは、ピンポイントでの2%への到達を重視している点である。二〇一三年四月に決定された異次元緩和は、「2%の『物価安定の目標』を、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」としているが、この「二年程度の期間」が、図3で言えば、現在から、物価安定を確認できるRの地点までの期間ではなく（その場合二年では全く足りない）、2%に最初に達するQの地点までの期間を指すことは明らかである。

では、前述のように一時的な2%への到達そのものには金融政策上の意味はないにもかかわらず、それが重視されているのはなぜだろうか。

それについて日本銀行の両宮正佳理事は、予想インフレ率が2%にアンカーされている場合には2%にこだわる必要はないが、日本は（長らくデフレマインドにとらわれてきた）「人々の物価観を作り直している最中」であるため、「2%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」のだと説明している。⁶⁾

つまり、名目長期金利がすでに相当低下しているという状況のなかで、残された方法は予想インフレ率の引上げによる実質長期金利（＝名目長期金利－予想インフレ率）の押下げしかなく、そして予想インフレ率を高めるためには、日銀の強いコミットメントが必要であり、そのためには、2%前後での中長期的な物価の変動といった、時間を要しかつ達成・未達の判断の難しい目標ではなく、2%の実現というより短期間で判断できる、誰の目にも明らかな目標が設定されたのであろう。

岩田副総裁が就任時に示した二％を達成するために必要な二つの条件は、こうした考え方を最も直截的に述べたものである。それは、「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」と、「二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」の二つであった。⁽⁷⁾

二％への到達の強調、二年という期間の設定は、いずれも日銀の約束への信頼を高めるためのものであり、異次元緩和が「期待の転換」を政策の中心とする以上、必要不可欠なものだったと思われる。

だからこそ、原油価格の下落によって二％への到達の後ずれが懸念された一四年一〇月には、追加緩和を決定し、「二〇一五年度を中心とする期間」での目標実現を固守したのである。

3 黒田総裁の「物価の基調」論

ところが日本銀行は、「二〇一五年度を中心とする期間」として二％の実現時期を、昨年の四月には「一六年度前半頃」へ、一〇月にはさらに「一六年度後半頃」に先送りした⁽⁸⁾にもかかわらず、いずれも追加緩和を見送った。

(1) 「物価の基調」論

それについて黒田総裁は、インフレ率の伸び悩みは主として原油安によるものであり、「物価の基調」は「着実に改善」しているとの説明を繰り返してきた。しかしながら、この「物価の基調」論は異次元緩和の論理と整

合的でない。

黒田総裁は、「物価の基調」は、主として需給ギャップと中長期的な予想インフレ率によって決定され、消費者物価指数（生鮮食品とエネルギーを除く）や、価格の上昇品目比率と下落品目比率の差などによって観測されると述べているが、その判断は数多くのデータにもとづく総合的なものとならざるをえない。

異次元緩和は、そうした総合的判断を排除し、「二年での二%の実現」という客観的でわかりやすい目標を約束することで政策への信認を高め、それによって企業・家計の予想インフレ率を抜本的に転換するというメカニズムにもとづいている。ところが、「物価の基調」は目に見えず、様々な指標から推し測るほかない。主観的恣意的な性格が残るため、人によって判断が異なりうる。「消費者物価指数は低迷しているが物価の基調は改善している」では、日銀の消費者物価指数二%へのコミットメントが後退しているとの見方を防ぎきれず、期待の転換にマイナスに働くと考えざるをえない。

(2) ベースアップの要請

同じく一年前頃から、黒田総裁のベースアップへの言及も目立つようになった。本来、労使の交渉に委ねられるべき賃上げへの言及は、そもそも中央銀行としては異例のことであるが、それだけでなく、これもまた異次元緩和の論理に反するように思われる。消費者物価指数が上昇し続けるためには、消費支出が増えなければならず、そのためには給与の持続的な上昇が必要である。常識的な理屈であるが、異次元緩和はこうした論理を採っていない。異次元緩和では、日銀の確固たるコミットメントと大胆な緩和政策があれば、予想インフレ率が上昇し、そこから当然に企業の価格設定や設備投資、雇用や賃金が改善するはずであった。ベースアップに日銀が直接言

及する必要などないはずなのである。

異次元緩和が想定した政策の波及経路に問題があったことになり、つまり、①異次元緩和にもかかわらず予想インフレ率が上昇しなかったのか、②予想インフレ率は上昇したにもかかわらず企業や労組、消費者の行動が変化しなかったか、のいずれかである。ベースアップの要請は、こうした波及メカニズムの機能不全を自ら認めたと同じである。

(3) 旧日銀の論理への回帰

さらに黒田総裁は、昨年末の講演では、次のように述べている。⁽¹⁰⁾

ここで改めて強調しておきたいのは、日本銀行は、ただ物価さえ上がればよいと考えている訳ではなく、「企業収益や雇用・賃金の増加・上昇を伴いつつ、物価が上昇する」という姿を目指しているということです。物価は様々な要因に左右されますが、所得の増加に裏打ちされたものでなければ、二%の物価上昇率を「安定的に」実現することはできません。

ここに述べられている、二%での物価の安定には所得の増加や企業収益の改善が必要であるとの指摘は常識的なものであるが、しかし、異次元緩和はそうした常識を否定するところに意味があったはずである。先に紹介した岩田副総裁の「二つの条件」に、所得や雇用への言及はない。異次元緩和の論理に従えば、デフレやインフレは貨幣的な現象であり、中央銀行の責任であるから、二%の約束によって予想インフレ率が上昇し、そうすれば

いわば自動的に企業や家計の行動が変化するはずであった。

そして、こうした最近の黒田総裁の主張は、振り返れば、白川前総裁時代の「二%の物価安定の目標」設定時（二〇一三年一月）の論理に極めて近くなっている。その時、日本銀行は、従来一%としていた物価目標（目途）を二%に変更したが、その理由を以下のように説明している。⁽¹¹⁾

日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。現在の予想物価上昇率は長期にわたって形成されてきたものであり、今後、成長力の強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に高まり、そのもとで家計や企業の予想物価上昇率も上昇していくと考えられる。

つまり、一三年一月の日銀が二%の達成に重要だと考えているのは、自らの金融政策以上に「競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展」なのであるが、経済界にベースアップを要請する最近の日本銀行は、こうしたかつての日銀の論理に回帰したようにも思われたのである。

おわりに

ところがここに来て、日銀の論理は再び大きく転換し、今度はマイナス金利が導入された。

マイナス金利には、金融仲介機関の収益を圧迫し、むしろ貸出を抑制しかねないという側面や、金融機関の超過準備保有、したがって国債買入れオペへの応札を消極化させるリスクがある。にもかかわらずなぜ今回は量的

緩和の拡大（国債買入れ額の引上げ）は選択されなかったのだろうか。

日銀の保有国債残高が増大し、現在のペースでもあと二年程度で限界に達するのではないかという「限界論」が広まるなか、今後のために買入れ額の引上げ策を温存したとの見方も有力である。

しかし、いずれにしても、そうした政策で「二〇％程度の物価の安定」を実現できるのだろうか。仮に原油価格が上昇に転じて一時的に二・〇％が実現したとしても、前述したように、それは「物価の安定」を意味しない。「中央銀行が二〇％と言ったから皆の期待が一気に二〇％になる」というのは、ある意味なかなか起こらないというのは既に二年半で証明された⁽¹²⁾と考えるほうが合理的であるように思われる。なぜなら、持続的で安定した物価の上昇には消費支出の、そのためには所得の、そのためには企業収益の、そのためには生産性の、持続的で安定した上昇が必要であるが、それは中央銀行だけで実現できるものではないからである。必要なのは、「異次元」に「異次元」を重ねていくことではなく、こうした常識の次元に立ち戻ることはないだろうか。

注

- (1) 日本銀行「『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』の導入」二〇一六年一月二九日。
- (2) 二〇％の物価安定の目標の採用、異次元緩和をめぐる日本銀行政策委員会内部の議論については、拙稿「異次元緩和における△二年△の意味」本誌二〇一五年二月号、「日銀の異次元緩和を考える―さらなる追加緩和はあるか」『証券レポート』二〇一五年二月号参照。
- (3) FRB, Press Release, January 25, 2012; ECB, Press Release, October 13, 1998.
- (4) 例えば、佐藤健裕日銀審議委員は、「アウトカムとして二〇％を評価するのではなくて、基本的にはフォーキャスト・ベ

ースで、経済・物価情勢が『物価安定の目標』のパスにある」ことを重視すべきだとしている。記者会見要旨（二〇一四年二月四日）、九頁。

(5) FRBが二%の物価目標の定義に用いている個人消費支出価格指数（商務省経済分析局算出）。

(6) 兩宮正佳「量的・質的金融緩和の成果と課題」『証券レビュー』二〇一五年一〇月号、二〇～二二頁。

(7) 岩田規久男副総裁就任記者会見要旨（二〇一三年三月二一日）五頁。

(8) 二〇一五年四月三〇日、一〇月三〇日の「経済・物価情勢の展望」（基本的見解）。そして今回さらに「一七年度前半頃」に先送りされた。

(9) 黒田東彦総裁講演「二%の『物価安定の目標』実現に向けた課題」二〇一五年一月六日、四～五頁。日本銀行の『金融経済月報』は、「消費者物価の基調的な変動」として、それまでの「二〇%刈込平均値」などに加えて、昨年七月より「生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数」と「上昇・下落品目比率」を掲載している。

(10) 黒田東彦総裁講演「転換点を迎えて」二〇一五年二月二四日、二頁。

(11) 日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」二〇一三年一月二二日、一頁。

(12) 木内登英日銀審議委員記者会見要旨（二〇一五年九月三日）一一頁。

(い) ず ひさし・客員研究員