

二%目標と異次元緩和政策

伊豆 久

はじめに

インフレ率が二%を上回ってきた。日本銀行が物価安定の目標を二%と定めたのは二〇一三年であり、九年という歳月を経てようやくその水準に達したことになる。

ところが日銀は、足元の物価高は一時的で物価安定の目標はまだ達成されていないとし、異次元緩和政策の継続を表明している。物価高の主たる要因が海外資源価格の高騰にあり、それが中長期的に続くとは考えにくいというのがその理由である。

しかし振り返れば、一四年一〇月には、日銀は、(今回とは逆の)原油価格の急落に対して追加の緩和措置をとっており、その時の理屈に従うなら今回は引き締め策がとられるはずである。黒田総裁下の異次元緩和において、一四年と現在では、物価についての考え方が変化していると言わざるをえない。

では、「物価安定の目標二%」とは、そもそもどのような状況を示す言葉と解釈すべきだろうか。そしてそこから、改めて、異次元緩和とは何だったのか、物価安定の目標を数値で示すことの功罪について、考えてみたい。

1 現在の物価高について

消費者物価指数の上昇率が、今年四月から三方月連続で二・〇%を上回っている(総合指数、生鮮食品を除く

指数のいずれにおいても)。日銀も、直近の「展望レポート」で今年度の平均が二・三%（除く生鮮食品）になるとの予想を発表した。⁽¹⁾

三カ月の実績値においてまた自らの年度平均予想においてもインフレ率が、目標とする二%を上回っているのだから、物価安定の目標が達成されたとして、現在の異次元緩和を縮小する、出口に向かうとの判断もありえそうに思えるが、日銀はそうには考えていない。その理由に関する黒田総裁の説明をまとめると以下のようになる。⁽²⁾

第一に、原油等の価格が、今後とも過去一年間と同等以上のペースで上昇し続けるとは想定しづらい点である。資源価格の上昇が来年度以降のインフレ率を押し上げるためには、その価格が（現状程度で高止まりするのではなく）今の水準からさらに上昇し続けることが必要であるが、それは現実的ではないだろう。

第二に、資源輸入国である日本にとって、資源価格の上昇・高止まりは、海外への所得の流出を意味し、物価全体を押し下げる作用があるからである。ガソリンや輸入食品が値上がりすれば、家計は、（所得が増えない限り）他の消費を抑えざるをえない。

そして第三に、連続的な金利引き上げを実施している米国とは、物価の状況が全く異なるからである。米国のインフレ率は六月には九%を超えており、二%少々日本の日本とは水準が違う。質的にも、米国ではサービス価格を中心にコロナ前を上回る品目が多く、これは賃金の上昇を反映していると見られる。ところが日本のサービス価格の伸びはほぼゼロであり、二%を超えたといっても内発性、持続性に欠けるのである。

以上を根拠に、日銀は、異次元緩和政策を継続しているのであるが、こうした論拠の枠組み自体は——今後の実際の物価動向は別としても——、妥当な、むしろ常識的なもののように思われる。輸入資源価格の上昇による

インフレは、賃金の上昇をとまなわないう限り、持続的ではないだろう。

しかしながらこうした考え方は、少々古い話になるが、異次元緩和が「拡大」された二〇一四年一〇月に示されたものとはまるで正反対である。その時は、原油価格の急落を根拠に緩和を拡大しており、現在の、資源価格の変動は持続的でないとして政策対応はしないという考え方と対照的である。何が違っているのだろうか。当時の主張を振り返ってみよう。

2 「異次元緩和の拡大」時の考え方

二〇一四年一〇月三十一日、日銀は、原油価格の下落による物価の低迷を背景に、長期国債純買入額の引き上げ（年間五〇兆円から八〇兆円へ）やETF買入額の三倍化などの「量的質的金融緩和の拡大」を決定したが、その時の決定文は、その理由を以下のように説明している。

わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続けており、先行きも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、物価面では、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いている。このうち、需要の一時的な弱さはすでに和らぎは始めている。ほか、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。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため、ここで、「量的・質的金融緩和」を拡大することが適当と判断し

た（傍線は引用者。以下同じ）。

ここで興味深いのは、①「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」ことを認めながら、②「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」とし、「期待形成のモメンタムを維持するため」に異次元緩和の拡大が必要だと判断している点である。

現在（二〇二二年）の原油高による物価高については、それが一時的であるため政策対応は必要ないとしているのに対して、この時（二〇一四年）は一時的であっても「デフレマインドの転換」や「期待形成のモメンタム」維持を目指して緩和拡大に踏み切ったのである。

なお、この時の「拡大」は、政策委員会での評決が五対四に分かれるという僅差での決定であった。議事要旨を見ると、少数派の委員からは、「月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではない」、「二%の『物価安定の目標』⁽³⁾は、成長期待の高まりなどを踏まえて中長期的に達成すべきもの」といった意見が出されていたことがわかる。こうした意見は、当時の黒田総裁はじめ多数派からは拒否されたのであるが、現在の黒田総裁の主張は、むしろこちらに近いのではないだろうか。

他方、当時の多数派は、「わが国では、長年にわたってデフレが続いたため、予想物価上昇率の形成は、実際の物価上昇率の動きに大きな影響を受ける傾向」があると指摘しているが、この理屈を現在の状況に当てはめるなら、年度平均で二%を超えると見込まれる以上、予想インフレ率も相応に上昇するはずであり、緩和の縮小が必要となる。しかし、現在の日銀はそうした議論をおこなっていない。

二〇一四年と現在では、日銀執行部の物価の安定に対する考え方が一八〇度転換しているのである。では、そもそも異次元緩和はどのような論理にもとづく政策だったのだろうか。

3 異次元緩和の論理

二〇一四年一〇月の「拡大」の論拠が示しているように、(かつての)異次元緩和は、予想インフレ率の引き上げ(「デフレマインドの転換」)を政策波及ルートを中心に据えていた。

名目金利をゼロ以下に大きく引き下げることができない以上、実質金利を引き下げするためには予想インフレ率を引き上げるしかない。そして予想インフレ率を引き上げるために必要なのは中央銀行の物価引き上げ政策への信認の獲得であり、そのために必要なのは、二%という明確な目標の設定、サプライズを与える規模の国債の買入れ、目標達成までの二年という期限の公表、責任の明確化である。金融市場に供給する資金の量や金利そのものより、それらを通じて人々の心理(予想インフレ率)に働きかけることが重視されたのである。これが異次元緩和開始当初の理屈であった。⁽⁵⁾

ところが、二年が経過してもインフレ率は二%に届かず、異次元緩和の論理は破綻した。実務的にも、長期国債の買入れが物理的な制約に直面したことから、一六年一月にはマイナス金利政策を導入した。それまでの量的緩和による予想インフレ率の引き上げVから^金利政策Vへと転換したのである。そしてさらに、一〇年物国債金利のマイナス化などマイナス金利政策の弊害が明らかになると、同年九月にはイールドカーブコントロールの採用と、政策の枠組みは迷走していく。

そして、物価についての考え方の枠組みも大きく変化する。マイナス金利政策に転換する直前、黒田総裁は講

演で次のように述べている。⁽⁶⁾

しばしば、「物価だけが上がって、賃金上昇がそれに追いつかなければ、実質所得が低下し、消費にマイナスの影響を与える」といった意見が聞かれますが、少なくとも経済全体としては、そうした事態が持続的に生じることはありません。物価上昇に賃金が追いつかなければ、消費が減少し、値上げを維持することが困難になります。逆に、賃金上昇すれば、企業は利益を確保するため、値上げを行う必要が生じ、物価は上がります。つまり、実際に生じるのは、「賃金も物価も上がる」状況か、「賃金も物価も上がらない」状況のいずれかです。賃金上昇と物価上昇は、いわばコインの裏表のようなものです。日本銀行が現在行っている「量的・質的金融緩和」は、決して無理に物価だけを引き上げる政策ではなく、経済のメカニズムに従って、賃金の改善を伴うかたちで緩やかな物価上昇を実現しようとするものです。

異次元緩和開始当初の、インフレ率二%が達成されればすべてがうまくいくと言わんばかりの主張は影を潜め、この頃から、黒田総裁は賃金上昇の重要性を強調するようになる。⁽⁷⁾
そして直近の決定会合後の記者会見でも次のように述べている。

経済の持続的な成長のもとで、物価が二%程度、持続的・安定的に上昇するというかたちになるためには、賃金のもう一段の上昇が必要であると思います。そのためにも、やはり日本銀行として、引き続きしっかりと経済を支えるために金融緩和を続けていく必要があると思います。それによって経済が拡大し、企業収益

が増え、そして労働需給がよりタイトになっていくという中で、もう一段の賃金上昇が実現していくということ⁽⁸⁾を期待しているわけです。

また、両宮副総裁も、最近の記者会見で次のように説明している。

(コロナによる行動抑制が解除されたことによるペントアップ需要は)どこかでは必ず収まっていく筋合いのもので、やはり安定的、持続的に経済が回復していくためには、賃金の上昇が伴うことが必須の条件だと思います。更に言えば、二%の「物価安定の目標」は、我々がいつも申し上げていることですけれども、単に二%という数字が実現できればいい、というものではないわけでして、あくまで経済活動が改善する中で賃金と物価の好循環がもたらされると、その中で二%が実現されるということが目標とします。そういう状況が実現するためには、やはりしかなるべき賃金の上昇ということが必須の条件になると考えています。

賃金の持続的な上昇がなければ物価の持続的な上昇もない——日銀は、アクロバティックな異次元緩和の論理から、常識的な理屈に立ち返ったと言えるが、ここにもいくつかの問題が残る。

まず、現在の考え方では、政策の波及経路として、 \wedge 異次元緩和 \rightarrow 経済の拡大 \rightarrow 企業収益の拡大 \rightarrow 労働需給のタイト化 \rightarrow 賃金の上昇 \rightarrow 物価の上昇 \vee が想定されているが、迂遠に過ぎるように思われる。金利を抑えても設備投資は伸びず、企業収益が増えても賃金は上がらないというのが、異次元緩和下の現実ではなかったか。金融政

策の効果がいまだ過大に評価されているのである。他方で、現在のマイナス金利やイーールドカードコントロールが金融市場に与えている副作用についてはほとんど言及がない。政策のコスト・ベネフィットの比較考量が十分になされないまま、政策の継続だけが優先されているように見える。

そしてもう一点、こうした賃金と物価の中長期的な連動性という考え方に立つとき、二％という物価安定の目標にはどのような意味があるのだろうか。最後にこの問題について考えてみたい。

4 数値化された物価安定目標の功罪

インフレ率二％での物価安定というとき、瞬間的に二・〇％となるだけでは意味がないことは言うまでもない。それは、景気や市況など様々な要因による上下の変動をならして、相応の時間の幅で平均的に二・〇％となることを意味しているはずである。つまり、物価安定の数値目標というのは、必然的に一定の上下の幅と時間の幅をとらざるを得ない概念ということになる。しかも、金融政策の効果の発現には一定のタイムラグがあるうえ、とりわけ消費者物価指数は景気動向に対して遅れて反応する数値である。

そのため、例えばまだ一・〇％であっても物価上昇局面であるとの判断から早期に引き締めを転じるべき場合もあれば、逆に、三・〇％であっても緩和すべき場合もあるだろう。そこでは、その時点のインフレ率の数値そのものよりむしろ、その物価状況の背景の分析と、今後の推移の検討が重要となる。しかも、金融政策は、(時には景気や物価の状況とやや離れて) 経済全体の債務の大きさや資産価格に大きな影響を与えるため、それらが金融システムへの潜在的な脅威となっていないかという検証も常になされなければならない。

だからこそ、日銀も、かつては、『物価の安定』の定義を特定の数値で示すことは困難であり、「適当でない」

としていたのである。⁽⁹⁾ところが、その頃からの、数値目標化と量的緩和を求める各方面からの強い批判を受け、〇六年には「概ね一%」、一二年には「目途一%」を受け入れ、一三年一月の「目標二%」に至るのである。

しかし、今日改めて振り返れば、やはり、『物価の安定』の定義を数値で表すことは適当ではなかったのではないだろうか。数値目標を公表し異次元の緩和を九年続けても目標を達成することはできなかった。また、冒頭で述べたように、日銀は年度平均が二%を超えても緩和を継続するとしている。他方で、その目標達成のために日銀が買い入れた国債は約五〇〇兆円、ETFは約四〇兆円に達し、その処分の見込みは全く立っていないのである。

数値化された物価安定目標、いわゆるインフレターゲットは、功より罪のほうが大きかったのではないだろうか。

注

- (1) 日本銀行『経済・物価情勢の展望(基本的見解)』二〇二二年七月二二日、九頁。
- (2) 「総裁記者会見要旨」二〇二二年四月二八日、三頁、「総裁記者会見要旨」二〇二二年七月二二日、六頁、「金融政策の考え方―『物価安定の目標』の持続的・安定的な実現に向けて―」ささぎ会における講演」二〇二二年六月六日、五頁。
- (3) 「政策委員会金融政策決定会合議事要旨」二〇一四年一〇月三二日開催分、一〇頁。
- (4) 同上八頁。
- (5) 岩田規久男副総裁の「就任記者会見要旨」(二〇一三年三月二二日)は、それを最も直截的に示している。

- (6) 黒田総裁講演「二%の『物価安定の目標』実現に向けた課題（内外情勢調査会）」二〇一五年二月六日。
- (7) 「総裁記者会見要旨」二〇二二年七月二日、七一八頁。
- (8) 「雨宮副総裁記者会見要旨」二〇二二年七月二十八日、八頁。
- (9) 日本銀行「『物価安定』の考え方について」二〇〇〇年一〇月、四頁。

（い）ず ひさし・客員研究員