

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

- I 「物価目標2%」成立の経緯
- II 目標設定の根拠
- III 「2年程度の期間」をめぐって
- IV 「期待」を通じた政策効果
- V 追加緩和について

おわりに

はじめに～「異次元」の再検討

異次元緩和（2013年4月4日+2014年10月31日）

①政策内容（政策手段）

量的緩和（マネタリーベースの拡大）+質的緩和（資産価格への介入）

←批判：「出口」が困難に 市場機能は低下

②波及経路

資産価格リスクプレミアムの縮小+ポートフォリオリバランス+インフレ期待の転換

←批判：実際の効果は 円安→物価上昇（+株高→消費拡大）

③目標

2年程度を念頭に物価安定の目標2%を実現する

I 「物価目標2%」成立の経緯

①2000年10月『物価の安定』の定義を特定の数値で示すことは困難

②2006年3月「中長期的な物価安定の理解」0～2%程度で、概ね1%

③2012年2月「中長期的な物価安定の目途」1%

④2013年1月「物価安定の目標」2%

⑤2013年4月「物価安定の目標」2%+「2年程度の期間を念頭に」

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

II 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

2000年10月13日『物価の安定』についての考え方

(←2000年3月8日 検討開始を決定)

←2000年8月11日ゼロ金利解除

その主な理由

- ・供給サイドの要因による物価の変化
例：技術革新・生産性上昇による価格下落
規制・競争環境の変化による価格変化
原油価格の変化

- ・タイムラグ、短期的変化と長期的変化
バブル期：インフレ率0%台、 90～91年：3%台

→「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」

→かわりに、政策委員の見通しの公表を開始

「経済・物価の将来展望とリスク評価」(→2004年4月より「経済・物価情勢の展望」)

②「中長期的な物価安定の理解」0～2%程度で、概ね1%

2006年3月9日「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」

←3月9日量的緩和政策解除

- ・「物価の安定」とは、概念的には、計測誤差（バイアス）のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態である。
- ・考慮すべき3要因
 - バイアス・・・大きくない
 - のりしろ・・・考慮しても政策運営上の「物価の安定」と理解する範囲内
 - 過去の経験・・・家計・企業の考える水準は低下
- ・結論

＜「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」より＞

本日の政策委員会・金融政策決定会合では、金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）について、議論を行った。上述の諸要因のいずれを重視するかで委員間の意見に幅はあったが、現時点では、海外主要国よりも低めという理解であった。消費者物価指数の前年比で表現すると、0～2%程度であれば、各委員の「中長期的な物価安定の理解」の範囲と大きくは異なるらないとの見方で一致した。また、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散していた。「中長期的な物価安定の理解」は、経済構造の変化等に応じて徐々に変化し得る性格のものであるため、今後原則として**ほぼ1年ごとに点検**していくこととする。

- ・なぜ、「目標」でも「目途」でもなく「理解」なのか？

＜議事要旨より＞

- ・対外的に示す数値の位置付けについて、日本銀行という組織として一本化されたインフレ目標値や参照値、物価安定の数値的定義ではなく、各政策委員が、金融政策運営の判断に際し念頭に置く、物価安定の数値的理解であることを共有できなければ、数値の公表には賛成できない
- ・こうした位置付けに誤解が生じると、金融政策運営の透明性の観点でも逆効果である
- ・物価の安定は、その時々物価形成メカニズムに応じて変化し得るものであり、現在のように経済構造の転換期にあつては、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議論し、その内容を公表していくことが、金融政策の透明性を確保する観点から有益である
- ・数値的なイメージを公表する場合、数値に基づき機械的に政策運営を行うというのではなく、各政策委員が上述のような物価の安定についての基本的な考え方を踏まえ、かつ、各々の数値的なイメージを念頭に置いた上で、情勢判断を行い、金融政策を運営するものと位置付けられる

③「中長期的な物価安定の目途」1% (The price stability goal in the medium to long term)

2012年2月14日 『中長期的な物価安定の目途』について

＜議事要旨より＞

- ・政策姿勢を明確に示すためには、ピンポイントの数値で示すことが望ましいが・・・不確実性が大きいことを踏まえると、ある程度幅を持って示しておく必要も小さくない
- ・「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っ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
- ・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、政策姿勢を示していく上では「理解」と同様、曖昧さが残る

④『物価安定の目標』を消費者物価の前年比上昇率で2%とする (The price stability target)

2013年1月22日 「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」

一政府との共同声明「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」

日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の波及には相応の時間を要することを踏まえ・・・リスク要因を点検し・・・。

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

←2012年12月16日 総選挙→自民党圧勝→安倍政権

<自民党政権公約>

明確な「物価目標（2%）」を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行います。

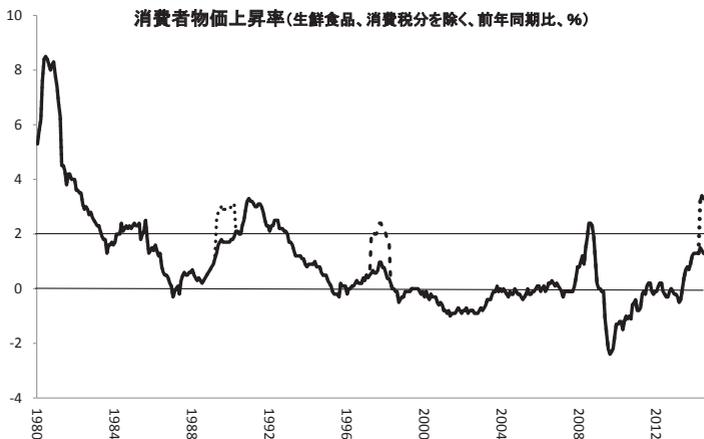
・「目途」を「目標」に変えた理由

<「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」より>

「目途」から「目標」という言葉に変更したのは、わが国にお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。・・・(タイムラグの存在、様々なリスクの点検、金融システムの安定への配慮 などへの言及)・・・わが国でも、この1年間で、こうした考え方に対する理解が着実に広がってきている。こうした状況を前提とすると、「目標」と表現することが、日本銀行の考え方を伝えるうえで、わかりやすく適当であると判断した。

・賛成意見（議事要旨より）

- ・昨年2月に「中長期的な物価安定の目途」を導入した際には、「目標」という表現を用いた場合、物価だけを意識して硬直的に金融政策を運営すると受け止められる可能性が懸念されたが、それ以降の日本銀行による情報発信の効果もあって、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解は着実に広がってきている
- ・そうした状況を踏まえ、・・・「物価安定の目途」に代えて「物価安定の目標」という表現を用いることが、日本銀行の考え方を伝えるに当たって、分かりやすく適当



・「1%」を「2%」に変更した理由

＜「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」より＞
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。先行き、物価が緩やかに上昇していくことが見込まれる中であって、2%という目標を明確にすることは、持続的な物価上昇率を安定させるうえで、適当

・賛成意見（議事要旨より）

・今回の見直し期間中に当面の「目途」である1%にかなり近づくが見込まれる
・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いう認識を示している・・・今後、そうした取り組みの進展に伴い、現実の物価上昇率さらには国民の物価観が高まっていく
・ゼロ金利制約も勘案したのりしろの必要性を考えると
・他の先進国が目指す物価上昇率である2%に揃えること
・政府が競争力・成長力の強化に向けた取り組みを強力に推進するも、2%の達成を目指して日本銀行が金融緩和を推進するというかたちで、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により、企業や家計の期待形成に働きかける効果も考えられるため、このタイミングで見直すことには意味がある
・現時点の国民の物価観に過度に依拠するのではなく、先行きの経済物価情勢も踏まえて望ましい物価上昇率を考える必要がある
・過去の低インフレの実績に基づいて多くの国民が現在持っている低いインフレ予想が今後も変わらないと想定するのは適切ではなく・・・インフレ予想は、将来の政策やそれによる経済の変化を織り込んで形成されていると考えられるので、これらの人々の予想形成に働きかけることは自然

・岩田副総裁（2013年3月20日就任）による目標2%の論拠（「講演」2013年10月18日より）

・第一の理由は、「デフレは絶対に避けなければならない」ということです・・・デフレを絶対に避けるためのバッファーとしては、1%程度のインフレ率では必ずしも十分ではないということです。
・第二の理由は、「消費者物価指数の上方バイアス」です・・・したがって、消費者物価指数を参照指標とする場合、上方バイアスの存在も織り込んだ、少し高めの目標数値を設定する必要があります。
・第三の理由としては、1990年代から最近にかけての先進国の実績をみると、2%程度のインフレ率を維持している国の経済が、経済成長率が高く失業率は低いという、良好なパフォーマンスを示していることが挙げられます。

・「中長期的」を削除した理由については議論・説明なし

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

・木内委員、佐藤委員の反対理由（議事要旨、木内「講演」2013年2月28日より）

- ・2%は、過去20年の間に実現したことが殆どなく、そうした実績に基づく現在の国民の物価観を踏まえると、2%は現時点における『持続可能な物価の安定』と整合的に判断される物価上昇率を大きく上回る
 - ・このため・・・期待形成に働きかける力もさほど強まらない可能性
 - ・不確実性の高さから、金融政策の信認を毀損したり、市場とのコミュニケーションに支障が生じる恐れ
- 当面1%を目指すべき

・物価目標に関する木内委員の解説（「講演」「会見」2013年2月28日より）

- ・（海外のインフレ目標について）目標達成時期については明示していない国が多く・・・こうした枠組みは、柔軟性の高い物価目標制度（flexible inflation targeting system）と言えます。日本銀行が今回導入した物価安定の目標も同様の考え方に基づくものです
- ・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。

・物価目標に関する佐藤委員の解説＝Allowance論（「講演」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。

III 「2年程度の期間」をめぐる

2013年4月4日『量的・質的金融緩和』の導入

＜『量的・質的金融緩和』の導入について＞

- ・日本銀行は、消費者物価の前年比上年率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。

・黒田総裁の認識（「就任会見」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

・木内委員の提案

- ・日本銀行は、消費者物価の前年比上年率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年間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)**

・木内委員の反対理由（「講演」2013年9月19日より）

- ・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
- ・長期間にわたって継続するという期待・・・金融面での不均衡の懸念

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

- ・ 財政ファイナンスの観測を高める可能性
- ・ 金融機関の収益を圧迫して金融システムの脆弱性を高める可能性
- ・ 市場機能を大きく損なう可能性

・ 佐藤委員の賛成理由＝道筋見通し論、努力目標論（「会見」2014年12月4日より）

- ・ 具体的に2%に達する時期についても、・・・私自身はこの見通し期間の中盤頃（＝2015年頃）に2%を見通せるようになる、という議案を提出しています。要は、アウトカムとして2%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・物価情勢がその「物価安定の目標」のパスにあるということであれば、それはそれで政策の使命を果たしている・・・
- ・ 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が、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を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。

IV 「期待」を通じた政策効果

- ・ 岩田副総裁の「期待」理論（「就任会見」2012年3月21日より）
デフレ脱却のための2つの条件

- ・ 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「ミディウムターム」という言葉で表現しています。その「ミディウムターム」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のだから、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。

日銀のコミットメント→市場の信用→デフレ脱却

コミットメントの信用力を高めるためには

期限を切ること（2年）：期限がないと責任逃れが可能→信用されない

責任をもつ＝言い訳をしない＝他の要因は金融政策により克服可能

←→佐藤委員（「会見」2014年12月4日より）

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・・・。そもそも2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

・黒田総裁（「就任会見」2013年3月21日より）

- ・あらゆる要素が物価上昇率に影響していることは事実です。ただ、それは原因の問題であって、物価安定を確保する責務が誰にあるか、となると、これはどこの国でも中央銀行にある
- ・中央銀行としては、「色々な原因でデフレになっています」と言っても——先程、岩田副総裁も言われたように——、責任を阻却することはできない

←→（伝統的な）通説

中央銀行が通貨価値の維持に責任を負うのは、

不換紙幣を発行しているため（インフレ抑制）・・・・・・ 必要

通貨供給量の抑制によってインフレ抑制は可能なため・・・・可能

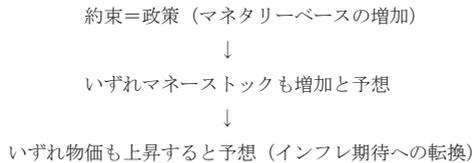
・岩田理論（「講演」2013年8月28日より）

- ・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。
- ・「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。

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

・岩田理論（「講演」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。
- ・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は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。



・「期待」に関する佐藤委員の見解（「講演」2013年7月28日より）

- ・期待への働きかけを通じた効果については、一般に、インフレ期待の形成は適恰な期待（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）の要素が含まれており、日本のように低インフレないしはデフレが長く続いたなかでは、家計・企業や市場のインフレ期待も相応に低めとなっているとみられる。
- ・現実の物価がある程度持続的にプラスとなれば、家計・企業や市場の期待インフレ率もそれに応じて上方に緩やかにシフトする可能性がある。内閣府の消費動向調査や日本銀行の生活意識に関するアンケート調査、あるいはエコノミストや市場参加者への各種アンケート調査結果でみた期待インフレ率も、一部は消費税率引き上げの蓋然性の高まりによるものと識別することが困難ではあるものの、既に上昇を示唆するもののみられる。こうした期待インフレ率の変化が現実の物価にフィードバックし、またそれが期待インフレを高めるというフィードバックループが生じることで、中期的なアンカーであるインフレ期待が上向くというメカニズムを日本銀行は期待している。

<過去・実績>→<期待> という筋道が中心

V 追加緩和について(2014年10月31日 長期国債保有額の年間純増額 50兆円→80兆円ほか)

<『量的・質的金融緩和』の拡大』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。

・黒田総裁による解説(「会見」2014年10月31日より)

「量的・質的金融緩和」は、人々のデフレマインドを払拭し、予想物価上昇率を引き上げることを狙った政策です。予想物価上昇率がどのようなメカニズムで形成されるかについては様々な議論がありますが、長年にわたってデフレが続いたわが国では、米国のように予想物価上昇率が既に2%程度にアンカーされている国とは異なり、実際の物価上昇率の変化が予想物価上昇率の形成に大きな影響を与えていると考えられます。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。そうなれば、せっかくここまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅れてしまうリスクがあります。その意味では、わが国経済は、デフレ脱却に向けたプロセスにおいて、今まさに正念場、critical momentにあると言えます。今回、追加緩和を決定したのは、こうした考え方に基づくものです。

今回の措置はデフレ脱却に向けた日本銀行の揺るぎない決意を改めて表明するものです。・・・できることは何でもやる方針です。

導入時の論理：異次元の緩和によって「期待」の転換を図る

追加時の論理：「期待」を規定するのは実際のインフレ率

→短期間のインフレ率低下も見逃せない

・賛成意見(議事要旨より)

- ・原油価格の下落は・・・、短期的には物価の下押し要因として働いている
- ・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大きい
- ・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に、このタイミングで追加的な金融緩和を行うべき
- ・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り、ここで物価上昇の足踏みが長引けば、影響が懸念される
- ・年末から来年にかけて、企業が事業計画を策定したり、賃金交渉を行う重要な時期であることを踏まえると、特に重要である
- ・日本銀行は、・・・「2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

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

のコミットメントを行っているが、追加緩和を実施するに当たっては、デフレ脱却に向けた揺るぎない決意を示すために、こうした考え方にいさかかも変わりがないことをしっかりと説明していく必要がある

- ・これまで、・・・躊躇なく調整を行うの方針を繰り返して述べており、ここで政策対応を行わなければ、そうしたコミットメントを反故にするものであると理解され、日本銀行に対する信認が大きく損なわれる可能性もある
- ・追加緩和措置は、景気の前向きな循環メカニズムが維持される中で、回復を後押しするものであり、企業収益や雇用・賃金などに対してこれまで以上にしっかりとした効果を発揮していくことが期待できる

・反対意見（議事要旨より）

- ・経済・物価の基本的な前向きなメカニズムは維持されており・・・
- ・限界的な押し上げ効果は大きくない
- ・市場機能の一段の低下
- ・フローでみた（国債の）市中発行額の大半を買入れることになるため、国債の流動性を著しく損なう
- ・実質的な財政ファイナンスであるとみなされるリスク
- ・結果としての円安が進めば、・・・内需型の中小企業への悪影響が懸念
- ・人々の行動様式は、緩やかな物価上昇を前提としたものに着実に変わりつつあることを踏まえると、「量的・質的金融緩和」は、その役割を十分に果たしている
- ・月々の消費者物価の前年比に逐一反応すべきではない
- ・「物価安定の目標」は・・・中長期的に達成すべきもの・・・「2年程度の期間」に過度にこだわるべきではない

・木内委員の懸念（「会見」2013年9月19日より）

- ・非常に大きな政策を決めたわけですので、追加策をとるとしても、追加分のプラスの効果は必ずしも大きくはならない一方で、副作用が次第に大きくなる可能性はあると思います。特に追加策がなし崩し的に進んでしまう場合には、副作用の方が非常に大きくなるということですから、効果より副作用のほうが大きければ、政策として実行すべきではないということになります。／ただ、どのような時に効果の方が副作用を上回るのかというと、非常に大きな経済のショック、金融のショックという時には、追加策が必要になってくる、正当化されるということだと思います。中央銀行には、Last Resortという機能がある
- ・少々経済が弱くなったとあって、それに対応していくという、ファイン・チューニング型の政策とは決別したと思っていますので、相応に大きなショックが起きたようなときに、追加策が検討されるべきである

・佐藤委員の反対理由（「会見」2014年12月4日より）

- ・第1に、「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考えました。第2に、中央銀行による資産買い入れが過大ですと、ご指摘のような財政従属といった懸念を市場から持たれやすい、と考えたことであります。そういう意味で財政健全化が重要であるということです。第3に、追加緩和に踏み切る際のリスク認識が、そもそも異なっていた
- ・原油価格が供給要因で低下することはある意味では日本経済にとって絶好の追い風
- ・目先の消費者物価の下落ということに過度に焦点を当てる必要はない

・佐藤委員の見解（「講演」2014年12月4日より）

私としては、「物価安定の目標」はもともと柔軟、かつ上下にアロアンスのある概念と考えているので、「物価安定の目標」を安定的に持続するために「必要な時点まで」という対外公表文の文言についても、従来から、見通しベースの柔軟なターゲティングを提唱しているところである。

そうした柔軟なターゲティングは政策運営の透明性の点で劣るとの指摘はあろう。今回の緩和拡大もそうした認識のもと、日本銀行が2%の「物価安定の目標」の実現という「結果」にコミットしているからこそなされたものと私は考えている。

しかし、透明性と柔軟性のトレードオフは主要国の中央銀行が同様に経験しているところであり、透明性を高めようとしても、単純なルールに基づく政策運営は、実際は容易ではない。FRBやBOEも経済指標に基づく政策変更ルールを撤回し、結局、総合判断に戻ったことは重要な教訓を含んでいるように思われる。私としてはルールベースの政策運営は一見容易に見えても、実際の運営上さまざまな課題が見えてくるものであり、結局は将来の経済・物価情勢に応じて臨機応変に考えていくしかないように思われる。

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。一般論として、中央銀行の政策が物価に波及する経路は、金利低下や為替相場、資産価格などが考えられるが、いずれも間接的なものである。その点、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。

日銀の異次元緩和を考える ～さらなる追加緩和はあるか～

おわりに～さらなる追加緩和はあるか？

①賃金上昇・設備投資拡大→景気拡大→物価上昇 の場合

②原油価格（円建て）が上昇した場合

物価の上昇→目標達成

しかし、持続的か？ 景気は？

引締め政策への転換（「出口戦略」）は？

③原油価格（円建て）が下落した場合

物価のさらなる低下（11月現在0.7%）

さらなる追加緩和→その手段は？ 効果は？

木内・佐藤両委員の路線への転換？