

〔JSRR時事エッセイ 鈴懸の木の下〕

マイナス金利は解除されたが……

伊豆 久

一、はじめに

先月（二〇二四年三月）、日銀はマイナス金利政策の解除を決定した。同時に、YCC（イールドカーブコントロール）、ETFの買い入れなど、〈異次元緩和〉と称された政策枠組みがすべて廃止され、日銀の金融政策は「普通の」（植田総裁）の緩和策に戻ったことになる。

金融政策が正常化に向かう、その前提として日本経済が正常化に向かっている、ということであ

れば、それはめでたいことである。

しかし、ここまで異次元緩和を続ける必要があったのだろうか。この点について少し考えてみたい。

二、〈デフレ〉か

〈二%目標達成〉かの二元論

インフレ率は、一昨年四月からすでに二年間、目標の二%を上回り続けている。にもかかわらず日銀が異次元緩和を続けてきたのは、この物価高

が、海外資源価格の高騰等による外在的かつ一時的な要因によるものであり、内発的持続的な（すなわち賃金の上昇に支えられた）ものではないという判断にもとづく。しかし、今年の春闘で、昨年が続く大幅な賃上げが実現したことから、ようやく内需の潜在的な高まりを評価し、二％目標の持続的な安定的な実現が見通せたとして、マイナス金利等の解除に踏み切ったというのが今回の決定である。

ここで注目すべきは、日銀の状況判断が、〈デフレ状態〉↓〈二％目標実現（の見込み）〉の二段階論にもとづいていることである。日銀の決定文を見ると、確かに、黒田総裁時代の「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、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』を継続する」（傍線は引用者）という文言が、植田総裁の下におい

ても（先月の廃止まで）維持されてきた。それでよかつたのだろうか。

単純に考えれば、〈デフレ〉と〈二％〉の間には、たとえば物価が1％程度で推移する（ことが見込まれる）中間的な状況も存在し、それに見合った段階的・部分的な政策修正、異次元緩和から通常の緩和への修正もありえたと思われるが、日銀はそうした選択肢は排除したのである。

しかもこの間、ゴールとされる「物価安定」の具体的な中身は、異次元緩和スタート時の〈インフレ率二％〉から〈賃金の上昇を伴った二％〉へ、さらに〈持続的な賃金の上昇を伴った二％〉へ、そして〈物価から賃金への波及（ベースアップの連続的実現等）＋賃金から物価への波及（サーブス価格の持続的上昇等）、すなわち物価と賃金の好循環〉へと逃げ水のように遠ざけられてきた。

三、長期間に及ぶ〈異次元緩和〉の副作用

その結果、異次元緩和は開始から一一年、物価が2%を超えてからも二年継続されたのである。しかし、そこでは政策に伴う副作用がやや軽視されてきたように見えるがどうだろうか。巨額の国債やETFの買入れが市場の本来の機能を阻害してきたのではないか、とは多くの市場関係者の指摘するところである。

また、マイナス0・1%の金利は、インフレ率が0%であれば実質金利もマイナス0・1%であるが、(原因が何であれ)物価が2%に上昇しているれば実質金利はマイナス2・1%となる。その影響の度合いは、物価の上昇とともに正の方向にも負の方向にも大きくなるのであるから、それに

合わせて段階的に、異次元緩和を修正することも可能だったと思われるが、(昨年のYCCの柔軟化を除き)そうした対応はとられてこなかった。

日銀は、〈副作用の増大を防ぐための正常化〉論は拒否し、あくまで〈2%目標実現〉を待ったのである。それは適切な判断だっただろうか。

たとえば、二二年からの大幅な円安は欧米との金利差が直接的な材料とされており、先進国が相次いで金利を引き上げるなか、動かざる日銀が一因となったことは否定できない。それは、国富の流出と物価高を加速し、実質消費を抑制してきたのである。

あるいは、マイナス金利の解除によって、マスコミでは、変動金利型住宅ローンの金利負担増加が取りざたされているが、より大きな問題は、異常な低金利の継続によるマンション価格等の行き過ぎた上昇ではないだろうか。

四、インフレ率二%と中立金利

今後についてはどうか。これから、日銀の見込み通り二%程度で物価が推移するとすれば、それに見合った短期金利はいくらだろうか。それは、（日本の潜在成長率がいくら低いとしても）やはり二%以上のはずである。しかし今回、日銀が決定した新たな短期金利の誘導目標は〇・〇%、〇・一%であり、二%の物価とは平仄が合っていない。これも、〈デフレ状態〉↓〈二%目標実現（の見込み）〉という二段階式の考え方の結果である。だからこそ日銀も、（マイナス金利解除後も）「どんどん利上げをしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していく」（内田副総裁二月八日）、「当面、緩和的な金融環境が継続する」（決定会合決定文三月一九日）と

強調しているのであるが、にもかかわらず、市場関係者の一部では、今後ある程度のスピードで金利が引き上げられるのではないかとの見方が根強い。物価評価と政策判断のズレがどのように調整されるのか、今後の注目点の一つであろう。

五、おわりに

日銀のホームページには、みずからの目的として、〈物価の安定〉と〈金融システムの安定〉の二つが掲げられている。バブル経済の教訓から、我々は後者の重要性を学んだはずであるが、過去四半世紀は「デフレからの脱却」の勇ましい掛け声の下、前者にばかり余りにも大きな力が注ぎ込まれてきたように思われる。異次元緩和政策からの脱却が、より広い意味で金融政策の正常化につながる事が期待されよう。（三月二一日）

マイナス金利は解除されたが……

(いず ひさし・福岡大学商学部教授 当研究所客員研究員)