

ポスト「異次元緩和」の金融政策を考える

～黒田体制10年の反省を踏まえて～



東京財団政策研究所 主席研究員

早川 英男

日銀が「異次元緩和」と名付けられた実験的金融政策をスタートして間もなく10年、2期に亘った黒田総裁の任期も近く満了を迎える。まさに、この10年間の総括と反省を踏まえながら、ポスト「異次元緩和」の金融政策フレームワークについて考えを進めるべき時である。以下では、まず前半で筆者が以前から「異次元緩和」に対して抱いていた疑問に関して、過去10年間の実験が何を明らかにしたのかを検討する。この点、筆者は6年半前に出版した書物（『金融政策の「誤解」、慶應義塾大学出版会）で私見を述べているが、ここではその後の経験を踏まえた見解を示す。そして後半では、これらの検討をも踏ま

えて、ポスト「異次元緩和」の金融政策のフレームワークについて、とくに13年1月に政府・日銀が行なった共同声明（いわゆるアコード）の見直しに焦点を当てながら、議論することとしたい。

1. 「異次元緩和」の実験が明らかにしたこと

（筆者が抱いていた2つの疑問）

まず初めに、異次元緩和（QQE）が開始された頃から筆者が抱いていた2つの疑問について述べておきたい。正確に言えばこれらは、日銀がゼロ金利政策に始まる非伝統的金融政策の模索を繰り返していた頃から漠然と抱いていたものだったが、10年前には既にはっきりした疑問の形になっていた。

その第1は、短期金利がゼロまで下がった後に実施される非伝統的金融緩和の効果についての疑問である。代表的には、マネタリー

〈目次〉

1. 「異次元緩和」の実験が明らかにしたこと
2. 政府・日銀アコード見直しと今後の金融政策

ベースの量を増やす量的緩和（QE）が考えられるが、オーソドックスな経済理論に沿って考えれば、マネタリーベースの量が経済活動に影響を及ぼすのは短期金利の低下を通じてであるから、既に短期金利がゼロとなった後で量を増やしても効果はない筈だ。またインフレ目標政策に関しても、人々がインフレ目標を信じてインフレ期待が高まるなら、確かに実質金利が低下して経済活動を刺激するだろうが、そもそもゼロ金利下ではQE等も無効だとすると、人々がインフレ目標を信じる理由はないことになってしまう。

第2は、日本経済の長期低迷とデフレの関係についての疑問である。リフレ論者^(注1)にとってデフレは日本経済低迷の「原因」であり、だから諸悪の根源であるデフレからの脱却をまず求める。しかし、実はこれは随分と奇妙な議論である。と言うのも、物価は経済変数の中で最も遅行的なものの一つだ。だから、物価が継続的に下落を始めたのは98年頃、つまりそろそろ「失われた10年」になろうとしていた時期だったからである。こうしたやや不自然な考えを受け容れるのは、経済理論がそれを強いるからだだろう。90年代からリーマン危機までの間、世界のマクロ経済学界（や中央銀行）を席卷したのは価格の硬直性（と独占的競争）を除けば殆ど新古典派と言ってよいニューケインジアン^(注2)の経済学だった。詳しい説明は省くが、そこではデフレ以外に経済の長期停滞の理由は考えられなかったからである^(注2)。

これに対し、日本の経済学者の多数派はデフレを日本経済長期停滞の「結果」だと理解している。バブル崩壊、日本企業の競争力低下、金融危機などの様々な理由で賃金が上がらなくなり、その結果がデフレだと考えるのである^(注3)。この「様々な理由」の何を強調するかは論者によって異なるが、筆者自身は97～98年の金融危機が決定的に重要だったと考えている。金融危機により日本を代表するような企業までが経営破綻の危機に瀕した結果、「企業は雇用を守る代わりに、労働組合は賃上げを要求しない」という暗黙の合意が成立したとみられるからである（ただし、雇用が守られたのは正社員だけであり、その反面で非正規雇用が急増した）^(注4)。これは、消費者物価の下落という意味でのデフレが始まったのが98年だったという事実とも整合的である。

（サプライズ戦略の成果と限界）

このうち第1の疑問については、少なくとも理論的には「異次元緩和」以前から結論は出てきた。EggertssonとWoodfordが2003年の論文^(注5)で、経済主体が完全に合理的ならばゼロ金利下のQE等に効果がないことを証明していたからである。しかし問題は、人々の行動が合理的とは限らない点にある。金融市場ではかつてケインズが「美人投票」として説明したように、市場参加者同士の意図の読み合いなどから非合理的行動が生れ、バブルなどに繋がるものが少なくないからだ^(注6)。実際、現実にはマネタリーベースの

増減が為替レートや株価などに大きな影響を与えることが以前から知られていた。

だとすると、中央銀行が市場参加者の予想を大きく上回るような規模でマネタリーベースを増やせば、大幅な自国通貨の下落や株価の上昇をもたらす可能性がある。そうすると、景気はよくなり物価も上がるだろう。それが賃金の上昇に繋がれば、最初の物価上昇は為替下落に伴う一時的なものであったとしても、持続的な物価上昇も可能となり得る^(注7)。

ややトリッキーな手法ではあるが、これこそまさに日銀が狙っていたものだろう。13年4月に示されたQQEの規模が驚くほどの大きかったのも、サプライズによって大規模な市場の反応を引き起こすことを狙っていたと考えればよく分る。実際、QQE当初はこのサプライズ戦略が功を奏した結果、大幅な円安・株高が実現するとともに、財政刺激の効果も加わって景気は回復、インフレ率も1.5%まで上昇した。一時は経済界でも日銀の大胆な行動を讃える声一色だったのを鮮明に記憶している。

だが、全てが上手く行ったのはここまでだった。問題は景気回復、企業業績の大幅な改善にもかかわらず、14年の春闘で賃金が殆ど上がらなかったことだ。金融市場は期待に踊ったが、企業は期待だけでは動かなかったということである。その後は、14年4月の消費増税が予想以上に個人消費を冷やし、景気は足踏みに転じた。また、原油相場下落の影響もあり、インフレ率も次第に下がって行った。

こうして「異次元緩和」、ひいてはアベノミクスへの期待も冷めて行ったのだが、これらは前掲拙著に詳しく述べてあるので、ここでは省略しよう（QEに効果がなかったことは単に「理論通り」であり、改めて論じる必要もない）。

（賃金と物価の本当の関係）

このように、第1の疑問への答えはQQEの開始後1年余りで明らかになっていたが、第2の疑問への答えはなかなかはっきりしなかった。QQE開始後9年余り、インフレ率が日銀の掲げる2%目標に達することは一度もなかったからだ。だが周知の通り、昨年に入って日本のインフレ率は急速な上昇を続け、昨秋にはコア消費者物価でみて3%台後半（ガソリンへの補助金や「全国旅行支援」の影響を除けば4%台半ば）に達した。これでも一時8~10%に達した欧米と比べると低めではあるが、最早日本だけが突出して低インフレとは言いにくなっている。ましてデフレでないことは明らかだろう。

それでは、日本経済低迷の「原因」だったデフレが解消して、日本経済は復活に向かいつつあるのか。その答えは、黒田総裁が「賃金が増えない以上、2%インフレは一時的なものであり、金融緩和の継続が必要」と語る通りである。この判断自体は正しいと思うが、QQEの初期に黒田氏自身が「物価が上がって賃金が上がらないことはあり得ない」と主張していたこととは正反対だ。QEが無効でも、サプライズ戦略が上手く行かな

くても、物価を上げる手段が見つからないのだが、物価が上がっても経済は改善しないなら、リフレ論の根幹が崩れることになる。

結局、問題の要は反リフレ論者が考えるように賃金にあったことになるが、この賃金と物価の関係について最近重要な研究成果を示したのがゴールドマンサックス証券のチーフエコノミスト馬場直彦氏だった^(注8)。同氏は、80年代からのデータを使って賃金上昇率の決定要因を調べた結果、所定内給与に関しては「期待成長率が1%高まると賃金上昇率が0.61%高まる一方、インフレ率が1%高まっても賃金は0.16%しか増えない」という結果を得たのである。これでは、「足もとのインフレ率が高まっても、賃金は大きく上昇せず、したがって持続的な物価上昇は期待できない」と日銀が考えるのは無理もないと言えよう。筆者の記憶する限り、かつては賃金関数のインフレ率に掛かるパラメータは0.16よりずっと高かった筈だから、これは「賃金も価格も据え置き」というノルムが近年一段と強まってしまったことを意味する^(注9)。

さらに、このレポートで馬場氏は持続的な賃上げには期待成長率の上昇が必要であることを強調していた。こういう見方は、従来から多くのエコノミストが展開していたが、筆者自身はやや懐疑的だった。世界には低成長なのに高インフレに悩む国も少なくないから、「インフレ率が高まるには高成長が必要」という命題は一般にはなり立たないからだ。しかし、いったん「賃金も価格も据え置き」

ノルムが成立してしまうと、強い経路依存性が働く結果、そこから抜け出すには成長期待が高まるが必要になるのかも知れない^(注10)。そもそも、労働生産性が上昇するなら、物価は横這いでも賃金は上昇する筈だから「賃金も価格も据え置き」という状態は、経済がほぼゼロ成長という状態でのみ可能である。そう考えると、このノルムを打ち破るには、やはり成長期待を高めることが最も有効という結論になろう。

■ 2. 政府・日銀アコード見直しと今後の金融政策

(アコードに記された「3本の矢」)

以上の検討により、金融政策だけの力で賃金上昇を実現し、2%の物価目標を達成するのは容易でないことが明らかになったと思う。そして、今後の金融政策を考える上での出発点は、黒田総裁就任直前の13年1月に政府と日銀が公表した共同声明（いわゆるアコード）を見直すことだと筆者は考える。このアコードの中で日銀は「金融緩和によって2%の物価安定目標をできるだけ早期に達成する」と約束しており、この約束が日銀が強力な金融緩和を続けてきた背景にあることは言うまでもない。円安の進行や物価高などを理由に、一部のエコノミストからは金融緩和政策の転換を求める声も聞かれるが、この約束を踏まえれば、「2%超のインフレは一時的」と考える限り金融緩和政策を取りやめること

はできない。

ただ、このアコードを改めて読み直してみると、そこには①2%の物価目標をできるだけ早期に実現する（インフレ目標）だけでなく、②経済構造の変革により、日本経済の競争力・成長力を強化する（成長戦略）、③政策運営への信認を確保するため、持続可能な財政構造を確立する（財政健全化）という3つが謳われていることが分かる。この①から③がアベノミクス「3本の矢」と対応することが容易に理解できよう。「第2の矢」=機動的な財政出動と③の関係はやや微妙だが、これはデフレ脱却までは積極財政で景気回復を支援する一方、デフレが終われば財政健全化に向かう（だからこそ「機動性」が強調されている）と解釈すべきだろう。同時に、現実には日銀が2%目標に固執する一方で、政府は求められた2つの目標をすっかり忘れてしまったということが痛感される。

さらに、この3つの目標は相互に独立ではなく、3つを同時に目指すことが重要だと考えられる。まず①と②については、先の馬場氏の研究結果を踏まえるなら、インフレ目標の達成には金融緩和だけでなく、成長戦略によって期待成長率を高める必要があることが分かる。一方、①と③については、インフレ目標が達成された後、金融政策が正常化に向かうには財政の持続可能性が確保されていることが前提となる^(注11)。つまり、アベノミクスの「3本の矢」は全部が揃うことが重要だったのだ。

（アコード見直しと政策の微修正）

以上の検討を踏まえて筆者のアコード見直しに関する私案を述べれば、以下ようになる。まず第1に、アコードに掲げた3つの目標を基本的には維持しつつも、3つの目標の相互依存関係を明記すべきである。そうすることで、日銀に金融緩和の継続を強いつつ、使途も定かでないままに予算規模だけを膨らませるといった政治の眼に余るモラル・ハザードの抑制にも寄与すると考えられる。日本の環境では、日銀が政府の政策に直接物申すのは簡単でないが、アコード見直しの議論はその数少ない機会の一つだと思われる。なお、アコード見直しは政府と日銀だけの協議に任せるべきではない。金融政策だけでなく、財政政策や成長戦略にまで範囲が及ぶことを考えると、経済学者、エコノミスト、金融市場関係者などが幅広く、積極的な議論に参加することが求められる。

第2は、インフレ目標の達成時期を「できるだけ早期に」ではなく、中長期目標とすることだ。賃金上昇率が期待成長率に大きく依存するなら、「賃金の上昇を伴った持続的な物価上昇」を金融緩和だけで実現することはできない。成長期待を高めるには時間が掛かるならば、インフレ目標は中長期目標として位置付け直すべきである^(注12)。一方で、インフレ目標を2%から引下げるべきとの意見に対しては、政策目標を安易に変更するのは望ましくないと考える^(注13)。中長期目標として2%を維持しつつ、成長戦略の実行を併

せて目標実現を目指すべきだというのが、現時点での筆者の意見である。

なお、2%目標の達成を「できるだけ早期に」ではなく中長期目標とすれば、来年度もインフレ率が1%台半ば程度（10月末公表の日銀「展望レポート」によれば、23年度のコアCPI上昇率の見通しは+1.6%）を維持する場合、現行政策を微修正する余地が生れてくる^(注14)。QQE以降10年間にも亘って政策修正を繰り返してきた結果、現行の政策スキームにはコストを十分に上回るベネフィットを期待しにくい政策が増えてしまったからだ。例えば、マイナス金利政策や長期金利を狭いレンジに固定するイールドカーブ・コントロール（YCC）などは、景気刺激や物価押し上げなどへの効果が少ない一方で、金融市場の機能低下、金融機関の収益環境悪化、さらには財政規律の弛緩といった副作用が無視できないとの見方が少なくない（金融機関の負担を軽減するために講じられた日銀当座預金金利の「3層構造」はあまりにも複雑化してしまった）。

実際、日銀は昨年12月の金融政策決定会合で、10年国債金利の変動幅を拡大する決定を行なった。これは、上記の政策微修正の第一歩だと理解できよう。間もなく誕生するとみられる日銀の新執行部には、16年9月に続く「総括的検証」の第2弾を速やかに行ない、これに基づいて必要な政策修正に取り組んでいくことを期待したい。

(注1) 前掲拙著で筆者は、量的緩和の効果等を単純に信じる人達を「リフレ派」と呼び、黒田総裁らをリフレ派から除外した。一方、ここではデフレを長期停滞の「原因」とみる人々を「リフレ論者」と呼んでおり、この場合黒田総裁もリフレ論者に含まれることになる。

(注2) だからこそ、浜田宏一氏はリフレ派の主張を「世界標準のマクロ経済学」と呼んでいたのだ。だがリーマン危機から10年以上を経た今、ニューケインジアン経済学の説得力は大きく低下している。

(注3) 賃金が上がらなくなった結果がデフレだというのが反リフレ論者のコンセンサスだが、これを代表する著作は吉川洋東大名誉教授がQQEの直前に公刊した『デフレーション』、日本経済新聞出版社（2013年）である。

(注4) この点に関しては、週刊エコノミスト（22年10月11日号）掲載のインタビュー記事「私の97年11月」を参照。

(注5) Eggertsson and Woodford, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brookings Paper on Economic Activity 2003 No.1*

(注6) 金融市場は、市場の中でも最も合理的・効率的だと理解される場合が多い（かつては「効率的市場仮説」が流行したこともあった）が、実際には行動経済学的説明を要するアノマリーの宝庫である。

(注7) この点、大変興味深いのはバーナンキ

元FRB議長が「量的緩和の問題点は、実際には効果があるのに、理論的にはうまく行かないことなんだ」と述べていたことである。この点に関しては、前掲拙著のp39～40に紹介している。バーナンキは理論的にはQEに効果がないことを知っていたが、実際には効果があり得ると思っていたのだろう。日銀の黒田総裁も同様だったと筆者は考えている。

(注8) 馬場直彦「持続的な賃上げには、クレディブルな成長戦略が必要」、日本経済アナリスト、ゴールドマンサックス証券、22年2月

(注9) 厚生労働省の「賃金引上げ等の実態に関する調査」でも、賃金改定に際して「物価の動向」を重視した企業の割合は大幅に低下している。もちろん、賃金決定にインフレ率が及ぼす影響力が低下したのは、インフレ率の変動が極めて小さかった結果でもあろう。したがって、今後インフレ率が高まり続ければ、インフレ率が賃金に与える影響も大きくなる可能性が考えられるが、これはかなりの時間を要するプロセスだろう。

(注10) 日本における物価研究の権威である渡辺努東大教授は、その新著『世界インフレの謎』、講談社現代新書(2022年)の中で、日本の物価の状況を「賃金も物価も据え置き」というノルムが根付いた「日本版賃金・物価スパイラル」と表現している。

(注11) この点、経済学者からはインフレが実

現すれば、政府債務／名目GDP比率は発散しないので心配ないとの意見を耳にすることが少なくない。これは、利上げで金利負担が増えても、政府債務はストックなのでゆっくりしか増加しない一方、フローの名目GDPは直ちに増加するという理解に基づくものだと思われる。しかし、金融の本質はロールオーバーにある(事実、企業が倒産するのはロールオーバーができなくなった時だ)。利上げでフローの赤字が拡大し国債発行額が急増すれば、ロールオーバーが困難になり、国債金利は急上昇する可能性がある(その場合、金融機関は巨額の損失を蒙り、金融システムの不安定化を招くリスクがある。この点は英国のトラス前政権の失敗に学ぶ必要がある)。

(注12) 白川方明前総裁時代に作成されたアコードの交渉過程は、同氏の著書『中央銀行』、東洋経済新報社(2018年)に詳しく描かれている。それによると、白川氏らは2%目標などを受け容れながらも、政府の責任を明記するとともに、「2年程度」といった目標達成機関の明示には強く抵抗したという。

(注13) 現在、米国FRBは急ピッチの利上げに懸命だが、今後もインフレ率が高止まりを続けるリスクは無視できない。その場合、米国ではインフレ目標を現行の2%から3～4%に引上げるべきとの議論が高まるとみられるが、これに対しFRBは政策目標を安易に変更するのは望ましくない(インフ

レ期待が不安定化する)として強く反対するものと思われる。

(注14) なお、ここでは「賃金がなかなか上がらない以上、現在の物価高は一時的に止まる」との判断を前提にしている。ただ、筆者が東京財団政策研究所サイトに掲載したReview「不確実性高まるインフレ動学」(22年12月)で指摘したように、現在の物価上昇はエコノミストらの予測を大きく上回っており、今後も2%超のインフレが続くリスクを排除することはできない。

