

日銀新総裁の課題（下）「2%インフレ目標」堅持を 本多佑三・大阪学院大学教授（経済教室）

黒田東彦総裁をはじめとする日銀の現執行部が退任し、植田和男氏を総裁とする新体制がスタートする。本稿では黒田体制の約10年間の金融政策を振り返るとともに、これを引き継ぐ新執行部の課題を考えたい。

金融政策について考える場合、その目的、目標、手段の3つに分けて議論を整理すると理解しやすい。金融政策の目的は、物価を安定させることにより、人々が安心して日常の消費活動や生産活動に専念できる経済環境を提供することにある。その目的達成のためにインフレ率に具体的な目標を設定し政策運営をする枠組みをインフレ目標政策と呼ぶ。インフレ目標の実現には様々な手段があり、その中で最善のものを中央銀行は選択することになる。

金融政策の目的の達成度を見る代表的な指標にインフレ率と失業率がある。図1は消費者物価指数（CPI）で計ったインフレ率、図2は失業率だ。グラフの中ほどにある縦線は、黒田氏が総裁に就任した2013年3月を示す。

失業率は単調に下がってきたように見えるが、決してそうではない。黒田総裁就任前にみられた極端な円高、16年前半から秋にかけての円高、18年ごろからの米中貿易摩擦、19年10月の消費税増税など、次から次へと押し寄せるデフレ要因との戦いが続いた。

20年3月以降はコロナの感染拡大により、消費需要の落ち込みだけでなく、ロックダウン（都市封鎖）やサプライチェーン（供給網）の分断、22年2月のロシアによるウクライナ侵攻以降は資源・食料価格の世界的な高騰といった、供給側からも負のショックが加わった。失業率の一貫した低下傾向は、様々な需要側および供給側からの負のショックに対する日銀の戦いの結果であり、日銀が勝ち取った成果を反映している。

図1は、黒田体制の発足前後でインフレ率が際立って変化したことを示している。特に生鮮食品・エネルギーを除く総合CPIのインフレ率は、従来のデフレ基調から脱して、コロナ禍当初を除けばインフレ基調となっている。数々のデフレ圧力に逆らう形で金融緩和政策を実施した結果だ。

黒田総裁が就任直後に約束した2%のインフレ率には届いていないが、CPIの2つのインフレ率はおおむね0～2%の間に収まっている。人々が日常の消費活動や生産活動に従事するうえで支障のないインフレ率だったことを示す。

一方でインフレ目標や手段に関しては批判も多い。例えばインフレ率は、総裁就任時に掲げた2%のインフレ目標をほとんどの期間で下回っており、インフレ目標政策を撤廃した方がよい、あるいはもっと現実的な1%にしてはどうかという意見もある。だが2%のインフレ目標政策を堅持した方がよいと思われる理由が少なくとも3つある。

第1に仮に米国のインフレ率が目標の2%を達成する一方で、日本が1%だった場合、為替相場には円高・ドル安の圧力がかかり、需要不足が続く日本経済にとって望ましくない。

第2に最近ではサプライチェーンの分断や資源・食料の世界的インフレなど、供給側の負の

ショックも日本を襲うようになった。コロナ禍前はインフレ率を少しでも上げればよいという目標でよかったかもしれないが、今後は2%という数字は有用な目安を提供することになる。以前にもまして2%のインフレ目標政策は日本にとって重要となる。

第3に大規模な金融緩和が円安を招く場合、「国内インフレ率目標の2%を達成するために国内金融を緩和する」と説明した方が、対外的に理解を得やすい。

手段に関する日銀への批判の一つは、日銀の国債保有比率が極めて大きくなっている点だ。日銀は民間経済を下支えするために緩和政策をとった。それが財政資金調達のリズムを緩める方向に作用したのはその通りかもしれない。だが民間経済を下支えするために、利子率を低位に誘導するのはやむを得ない対応だった。

では、財政規律の弛緩（しかん）を回避する方策はあるのか。結局のところこの問題は、民間経済に中央銀行通貨（マネタリーベース）をどのように注入するかという方法論だ。代替的な手段としては、日銀による地方債や外債（例えば米国債）の購入、あるいは民間金融機関への貸し出しといった手段が考えられる。

だが代替手段には、それぞれの手段固有の問題点に加え、日銀の債権保全という観点から見ると国債に比べ信用度の点で劣るという共通した問題がある。債権の信用度こそが中央銀行通貨の信認を支える最も重要な要因であり、その意味で国債の購入を中央銀行通貨の供給方法の中心に据えてきたのは、とりうる最善の方法だったと考えられる。

日銀が採用しているイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）により、債券市場の情報発信機能が損なわれ、社債の発行条件を決める際に支障が生じかねないなどの市場機能の低下を指摘する声もある。

金融当局はそうした不具合をできるだけ小さくする必要がある。とはいえ、そうした市場機能の低下を完全には除去できない。市場が本来決める利子率よりも低い水準に、日銀が政策目的遂行のため、外生的に市場に介入し誘導しているからだ。そしてそうした政策は利子率全体を押し下げ、金融面から実物経済を下支えするという重要な役割を十分果たしている。

長期金利をゼロ%近傍に誘導することにより、住宅ローン金利や設備投資資金の調達金利などを下げて実物投資を下支えしている。また資産市場では株価や地価に上昇圧力を、外国為替市場では自国通貨安の圧力を与えることで、総需要喚起を促している。

総合CPIインフレ率は21年から上昇し始め、インフレ目標値の2%を超え、23年1月には4.3%に達している。だが図にある2系列の指標とは別の「食料・エネルギーを除く総合CPI」という指標では、23年1月のインフレ率は1.9%にとどまる。ほかにも日銀独自の基調的なインフレ率をとらえるための指標がある。これらいくつかの指標を総合的に考慮するとともに短期的な要因を排除することで、短期的には変化しにくい基調的なインフレ率がどうなっているのかを特定することが重要だ。

もう一つの変数である失業率は23年1月に2.4%と、コロナ禍前の20年2月の水準に低下したが、生産水準はまだコロナ前の水準に届いておらず持続的に拡大しているわけ

でもない。

以上のような状況から判断して、基調的なインフレ率が2%から大きく乖離（かいり）しないように監視しつつ、現在の緩和政策をしっかりと継続することにより、景気を本格的に回復させ、それを持続させることが日銀新執行部の最重要課題だと考えられる。

またマイナス金利政策の深掘りも金融緩和手段として排除すべきでない。様々な手段のメリット、デメリットを比較し、実質金利をいかに下げるかを検討することがもう一つの課題だ。

<ポイント>

- 黒田体制はデフレ基調からの脱却に成功
- インフレ目標を見直せば円高など弊害大
- 新執行部は現在の緩和政策の継続明確に

ほんだ・ゆうぞう 47年生まれ。プリンストン大博士（経済学）。専門は金融論・計量経済学