

# 日銀の金融政策、物価目標2%が達成されないのはなぜか

金属労協政策企画局主査／浅井 茂利

2013年に黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任して以来、日銀は消費者物価上昇率2%の目標を掲げ、「量的・質的金融緩和」を続けています。しかしながら、すでに7年を経過しているにもかかわらず、消費者物価上昇率が2.0%を超えたことは、2014年の消費税率引き上げのあとを除けば、一度もありません。金属労協では、かつて1ドル170円台という超円高の中で、超党派の議員連盟と連携し、岩田規久男・学習院大学教授（当時、前・日銀副総裁）、若田部昌澄・早稲田大学教授（同、現・日銀副総裁）などの教えを受けながら、量的金融緩和の実行を主張、民主党政権下において内閣府や日銀などに對し、要請活動を展開してきました。そうしたことからすれば、2%

の目標が達成されず、「量的・質的金融緩和」に疑問が持たれていることは、大変気になるどころです。「量的・質的金融緩和」が成功であったことは間違いありませんが、当初の想定どおりになっていないこともまた事実です。本稿では、とくになぜ想定どおりになっていないのかについて、探ってみようと思います。

## 円高是正と株価の上昇に大きな効果のあった量的・質的金融緩和

量的金融緩和は、日銀など中央銀行が民間金融機関から国債などを買入れることによって、市中への資金供給を図り、経済活動を刺激する金融コントロールです。「量的」とは、

日銀が公定歩合のような金利ではなく、資金量をコントロールするという意味です。マスコミなどでは「非伝統的」という人もいますが、決してそんなことはなく、「買いオペ」として、高校生の教科書にもむかしから書いてある、ごくスタンダードな手法です。

日銀が国債を買い入れた場合、代金は、民間金融機関が日銀に保有する当座預金（日銀当座預金：日銀当預）に振り込まれます。民間金融機関は、預金者から預かっている預金の一定割合を日銀当預に預けなくてはならない（法定準備、所要準備）ので、日銀当預が増えれば、民間金融機関の融資に回せる資金が増える、というのが、量的金融緩和の基本的な仕組みです。

今回の「量的・質的金融緩和」の

場合、融資も増えてはいますが、緩和の規模に比べれば、ごくわずかです。とはいえ、もともと外国為替市場では、金融引き締めを行っている国、金融緩和の度合いの小さい国の通貨が買われ、金融緩和の度合いの大きい国の通貨が売られる傾向がありますから、「量的・質的金融緩和」によって円高が是正され、理論的な為替レートである購買力平価を超える円安となりました。円高是正・円安によって株価が上昇、輸出や国内投資など経済活動が活発化し、それがまた株価上昇につながりました。消費者物価上昇率も、2013年3月にはマイナス0.9%だったのが、9カ月後の12月には早くも1.6%となりました。翌2014年5月には消費税率引き上げ分を含め

て3・7%となりましたが、消費税分の2%を差し引いても、1・7%に達していたということになります。

## GDPPギャップと消費者物価上昇率2%

ここで、なぜ消費者物価上昇率2%が必要なのかという点について、整理したいと思います。

一般的な説明としては、

\*消費者物価上昇率は変動が避けられないため、マイナスに陥ることがないようにするためには、目標を2%程度にしておく必要がある。

\*2%は、中央銀行のインフレ目標として、国際標準である。

といったところではないかと思いますが、これだけではないと思います。

消費者物価が上昇すると、実質賃金が目減りし、生活水準が低下するのでは、という見方もありますが、むしろ、一定程度消費者物価が上昇するような状況だからこそ、経営側も実質賃金を維持しなければという意識を持つのではないかと思えます。消費者物価上昇率が0・5%であればベースアップに消極的な経営者も、2%であればベースアップをしないとまずい、ということになる可

能性は高いと思います。

消費者物価が上昇するのは、供給力に比べて需要が大きいためですが、需要と供給力の差を表しているのが、GDPPギャップという指標です。GDPPギャップは、

(無税のGDPPー潜在のGDPP)

÷ 潜在的GDPP

という式で算出されます。実際のGDPPが需要、潜在的GDPPが供給力となります。(なおこの式におけるGDPPは、成長率ではなく金額です)

よく、日本はもう十分豊かだから成長する必要はない、という人がいます。もし、あなたが富裕層であれば、あなたにとってこれは正しい考え方ですが、大多数の人にとっては具合の悪い考え方です。人間は普通に仕事をしたいれば、能率がよくなるものです。つまり、(物的)生産性は一般的に向上する傾向があります。(物的)生産性が向上するということは、労働投入量が一定であれば、供給力が拡大することになります。供給力(潜在GDPP)の拡大にあわせて需要(実際のGDPP)が拡大すればよいのですが、ゼロ成長、すなわち需要が一定であれば、供給力過剰になってしまい、労働投入量を減らす必要が出てくるので、失業の増加を招くこと

になります。失業の増加は、当然賃金の下押し圧力となり、賃金水準を低下させます。まさに、「失われた20年」に起こったこと、そのままです。

また、供給力過剰の状態では、物価はマイナス(デフレ)になりますが、企業は「実質値」ではなく「名目値」で経営しているので、物価が下がったから利益が減少してもやむをえない、ということにはなりません。グローバル経済の下では、なおさらです。物価低下の中で利益を確保しようと思えば、人件費を削減するのが一番手っ取り早く、この点からも、賃金は低下することになります。物

価が低下した場合、その分の賃金が低下するだけでなく、実際にはそれ以上に低下することになります。一方、利益が確保されれば、配当や役員報酬が引き上げられますので、所得格差が拡大します。ゼロ成長は供給力過剰を生み、供給力過剰は失業の増加、実質賃金の低下、格差拡大を招くのです。

アダム・スミスの『国富論』でも、旧宗主国のイングリランドと旧植民地である北アメリカの例を挙げ、「労働賃金がとくに高いのは、とくに豊かな国ではなく、とくに勢いのよい国、とくに急速に成長している国で

ある」と指摘しています。

長期的にGDPPギャップと消費者物価上昇率の関係を見ると、GDPPギャップはほぼ一貫して消費者物価上昇率を下回っているため、GDPPギャップをプラス、すなわち需要超過の状態を維持するためには、消費者物価上昇率が一定程度の幅でプラスとなっている必要があります。

GDPPギャップがプラスであることが大事なのであって、消費者物価が上昇するのはその結果ですから、それならGDPPギャップの数値を目標にすればいい、という考え方もできませんが、消費者物価上昇率がナマの調査データから直接算出されているのに対し、GDPPギャップは色々な経済指標を統合して算出されるものであること、前者が毎月発表されるのに対し、後者は4半期ごとであること、か

らすれば、消費者物価上昇率を目標数値とし、あとでGDPPギャップの数値で確認していくのが現実的です。ただし、GDPPギャップがつねにプラスであるためには、必ずしも消費者物価上昇率が「2・0%」でなくとも、「2%」すなわち四捨五入して2%になるぐらいでもいいのではないかと思えます。日銀は2・0%を超えることにこだわりを見せてい

ますが、不必要にハードルを上げている感があります。このため、いつまでも「未達成感」が残り、量的・質的金融緩和に対する信頼性を損なってしまっています。消費者物価上昇率はプラスが続いているのに、個人や企業のデフレマインドがいつまでも解消されず、消費や投資が抑制的になっている可能性があります。後知恵になりますが、2013年11月から2014年にかけて、消費者物価上昇率はおおむね1%台後半となっていたので、そのことをもっと宣伝してデフレマインドを払拭すべきだったと思います。

ちなみに、中央銀行の掲げる消費者物価上昇率目標は、2%程度が国際的な標準となっていますので、日銀がもしこれよりも低い目標を掲げると、市場に対して「円高誘導」のサインとなることに、とくに注意する必要があります。白川前日銀総裁の時代は「1%」でしたので、超円高となるのは不可避でした。

## 量的金融コントロールの過小評価による金融緩和の縮小

それでは、なぜ「2%≒2.0%」

が達成できないのかということですが、その原因のひとつとして、日銀自身が量的金融コントロールの力を過小評価していることにあるのではないかと、と思います。

一例として、2014年夏以降の景気の減速について振り返ってみましょう。この景気の減速は、同年4月の消費税率引き上げによるものと考えている人が多いようですが、景気は4月に大きく落ち込んだあと、5、6、7月と順調に回復しており、8月の落ち込みの原因を消費税率引き上げに求めるのは無理があるように思われます。また、この年の月遅れお盆は雨が多かったため、8月の落ち込みだけであれば、それで説明できるのですが、11月まで不振が続きました。

実は、この年は4月から9月まで、テーパリング(量的金融緩和の縮小。金融引き締めではない)が行われているので、筆者はその影響が、タイムラグのあと8月以降に出たのではないかと、考えています。消費税率引き上げ前、日銀は通常のペースよりも多めに資金を供給していたので、引き上げ後に通常のペースに戻りただけなのですが、これが実体経済に影響を与えた可能性があります。

す。テーパリングという量的金融コントロールの影響を過小評価したために、景気の減速を招いてしまったのではないのでしょうか。

量的金融緩和は、2014年秋には再び拡大基調となり、2015年夏ごろより横ばいとなっていました。2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入され、それ以降、現在に至るまで、ずっとテーパリングが続いています。日銀の長期国債保有残高の対前年増加額は、2016年には80兆円程度でしたが、2020年には10兆円台となっており、さすがにこれでは消費者物価上昇率2%の達成は難しいのではないかと思います。

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」とは、10年物国債金利がおおむねゼロ%程度で推移するように長期国債を買い入れるというもので、引き続き「量的・質的金融緩和」の看板を掲げつつ、資金量のコントロールから金利のコントロールに軸足を移したことになります。金利がゼロ%程度であれば、国債買い入れを少なくしてもよい、ということになるのです。いわゆる「出口戦略」だと思いますが、金利がゼロ%だからといって、それでテーパリングによ

る景気への悪影響を逃れることができるのかどうかは疑問です。

なお日銀は、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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。

・マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

この方針を掲げていますが、「必要な時点まで」「継続する」という方針は、白川日銀時代の「判断するまで」「継続していく」という方針と酷似しており、市場に対し中央銀行の積極的な姿勢を示すことになっていない可能性があります。

## 経済の正常化に向け、日銀の積極的な行動を

2019年度末における国の長期債務残高は925兆円ですが、日銀の長期国債保有残高は474兆円ですから、おおむね半分を日銀が保有しているということになります。まだ残りの半分は日銀が購入できる

## 日銀の金融政策、物価目標2%が達成されないのはなぜか

わけですし、購入の対象は長期国債に限りませんから、量的金融緩和の余地は十分にあります。しかしながら、いざという時に量的緩和の手段を残しておくためには、これ以上買い進むのは難しいという判断があるのかもしれない。

2012年からの7年間で、日銀の長期国債保有残高は390兆円増加しており、その分、民間金融機関に資金が供給されたことになるのですが、実は、そのうちの大部分である361兆円は、日銀当預の口座に止まっており、市中に供給された資金は27兆円にすぎません。

前述のとおり、民間金融機関は、預金者から預かっている預金の一定割合を日銀当預に預けなくてはなりません。これが法定準備(所要準備)ですが、必要な金額を超えて日銀当預に積み上がっている「超過準備」が2019年の平均で実に336兆円に達しています。

なぜ超過準備が巨額に積み上がっているのかというと、それは日銀当預残高の大きな部分に対し、日銀が

0・1%のプラス金利を支払っているからだと思えます。2019年平均で、日銀当預残高のうち、208兆円に対して0・1%のプラス金利を支払われ、20兆円に対して逆に0・1%のマイナス金利がかかっています。低金利は民間金融機関の利ザヤを圧縮し、収益を悪化させるので、0・1%のプラス金利で収益を支えています。民間金融機関からすれば、208兆円については、何の運用もせず、日銀当預に積んでいるだけで2000億円以上の利益が上がるということになります。

この336兆円の超過準備が一部でも市中に流れるようにすれば、需要の拡大につながり、2%の物価目標達成に寄与するのではないかと思います。手っ取り早いのは、0・1%のプラス金利を撤廃することですが、撤廃しただけでは、民間金融機関の収益が悪化してしまいます。悪化するだけならともかく、民間金融機関が手数料を引き上げたり、口座保管料を導入したりするようになる

りかねないので、現時点での単純な撤廃は困難と見られています。

ということであれば、民間金融機関の収益を確保しつつ、プラス金利が適用されている208兆円が市中に供給されるようにすればよいわけで、たとえば、0・1%のプラス金利を0・11%に引き上げれば、プラス金利の支払われている208兆円が189兆円に減少しても、民間金融機関は同じだけ利益を得ることができます。208兆円マイナス189兆円の19兆円は、民間企業にゼロ金利で貸してもよいわけです。

ただし、ここで問題となるのは、マスコミなどの反応です。マスコミや多くのエコノミストは、白川前総裁の時代に日銀の主張に沿って記事を書いていましたので、黒田体制における量的・質的金融緩和には批判的です。プラス金利を引き上げたりすれば、ただちに「金利引き上げ」「量的・質的金融緩和の失敗」と書き立てることになるでしょう。プラス金利の制度を導入したのは白川前総裁時代で、その負の遺産に苦しんでいるわけですが、冷静な理解は得られそうになく、マスコミ

えます。

米中对立の長期化、改善の見られない日韓関係、英国のEU離脱などといった国際環境の激変もあり、2018年末以降、わが国経済は減速傾向をたどってきました。2019年10月の消費税率引き上げ直前には駆け込み需要も見られましたが、10月には大幅に落ち込み、2020年明け以降は、新型コロナウイルスの爆発的な感染拡大が経済に大打撃を与えています。国際環境が激変する中で、外需の変動による国内経済の混乱を最小限に止めるよう、わが国経済を、個人消費がリードし、底支えする強固なものに転換していくことが不可欠です。そのためには、「2%」という消費者物価上昇率目標を早期に実現し、国民や企業のデフレマインドを完全に払拭することがきわめて重要です。

本稿執筆時点では、全国で緊急事態宣言が発令されています。新型コロナウイルスはいずれ終息を迎えることができるとは思うが、その後、一刻も早く経済活動の正常化を促すためにも、日銀の積極的な行動が不可欠となっています。

ミ対策が一番の難関だと言