

# デフレとの20年戦争を終わらせよう

Let's End the 20-Year War on Deflation

2001年春に始まったデフレとの戦いはすでに18年目に入っている。なぜ終わらないのか。そして、そもそもこの戦いを始める必要があったのか。

デフレとの戦いは政府のデフレ宣言によって始まるが、実際に戦うのは日本銀行だ。デフレ宣言が出ると日銀に対して金融緩和を求める圧力が一気に高まる。09年11月に2度目のデフレ宣言が出され、10年10月には白川総裁の下で日銀は「包括的な金融政策」を決定した。これが黒田総裁の異次元の金融緩和政策につながってくる。

13年4月に黒田総裁は量的・質的金融緩和を導入するが、それに先立つ同年1月の「政府・日本銀行の共同声明」では、政府と日銀が2%の物価目標を含めてデフレ脱却に向けて金融政策の基本方針を共有した。こうして①日銀保有長期国債残高の膨張、②達成困難な物価目標、③中央銀行の独立性の喪失、といった異次元の要素がそろってくる。さらに16年1月には④マイナス金利政策が導入され、4つの異次元の要素がそろった。デフレとの戦いの戦線は一気に拡大していく。

16年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入によって、マネタリーベースと日銀保有長期国債残高の増加ペースが低下し、10年国債金利はプラスに戻った。戦線の拡大が続いていたデフレとの戦いは転機を迎えたことになる。金融政策の正常化に向けて、出口に半歩足を踏み入れたようだ。

デフレとの戦いを終わらせるためには、2%の物価安定目標を見直し、デフレ脱却宣言によって「政府・日本銀行の共同声明」に終止符を打つことが必要だ。緩やかなデフレを容認すれば、デフレと戦う必要はなくなる。



Japan's battle against deflation began in the spring of 2001 and has now entered its 18th year. Why has it not ended? Ultimately, was this even a war worth waging? The battle against deflation began with a government declaration to combat it, but it has been the Bank of Japan (BOJ) that actually fights the battle. Once the declaration was made, the BOJ suddenly came under pressure to ease the monetary policy. A second declaration to combat deflation was announced in November 2009, and in October 2010 the BOJ decided to pursue a "comprehensive monetary easing" under Governor Shirakawa. The decision subsequently led to the unprecedented quantitative easing put forward by Governor Kuroda. In April 2013, Governor Kuroda introduced quantitative and qualitative monetary easing. Before that, in January of the same year, the government and the BOJ revealed in a joint statement their shared basic guidelines for monetary policy that were aimed at stopping deflation, including a 2% inflation target. Unprecedented changes followed: substantial increases in BOJ-owned long-term Japanese government bonds (JGBs), an inflation target that is difficult to achieve, and a loss of central bank independence. Another unprecedented change was the negative interest rate policy introduced in January 2016. With these changes, the battle against deflation rapidly accelerated. Due to the quantitative and qualitative monetary easing with yield curve control that were introduced in September 2016, the pace of growth in the monetary base and BOJ-owned long-term JGBs slowed, and the 10-year JGB yield turned positive. The escalating battle against deflation had reached a turning point. The BOJ seems to have taken a small step away from quantitative easing as part of efforts to normalize its monetary policy. Ending the battle against deflation requires reexamining the 2% inflation target and ending the strategies put forth in the government-BOJ joint statement by declaring the end of deflation. If moderate levels of deflation are accepted, there is no need for combating deflation.

## はじめに

デフレとの戦いは18年目に入っている。応仁の乱の11年、満州事変から太平洋戦争終結までの十五年戦争よりも長い。戦いが長引くのは消費者物価が上がらないからであり、「なぜ物価が上がらないのか」といった分析はよくなされている。しかし、戦いには犠牲がつきものだ。これだけ長く戦争を続けていればその対価は小さくない。「そもそもこの戦いを始める必要があったのか」という問題意識も必要ではないか。

デフレを脱却するために金融政策は異次元の金融緩和政策を続けている。預金金利はもともと限りなくゼロに近かったが、10年物国債金利でさえ一時マイナスをつけるに至った。これだけの赤字を抱えている政府がゼロコストで借金を増やせるというのはおかしい。おかげで国民は老後に向けた備えをしようにも、安心安全な運用手段がない。

長期国債の発行残高のうち半分近くを日銀が保有しているというのも異様な構図だ。日銀が市場実勢からかけ離れた価格で購入を続けることで、市場参加者は取引を敬遠せざるを得ない。金融市場の機能が低下する中、日銀が国債の売却に転じようものなら国債が暴落し金利が急上昇する恐れが強まっている。

そうまでして消費者物価を2%上げるために戦う必要があるのか、という疑問が金融政策や金融市場の最前線では広がってきてもおかしくない。しかも2014年の消費増税の経験を踏まえれば、賃金がさほど上がっていない時に2%も物価が上がれば国民の懐はさみしくなり、景気に悪影響が出てくるはずだ。そもそもこの戦いを続けていてよいのかという懸念もわいてくる。デフレとの戦いを終結させるための試みがすでに始まっているようだ。

本稿ではまず、なぜデフレとの戦いが始まったのかを考えてみた。そこでは政府のデフレ宣言が重要な役割を果たしている。そして次に、なぜ戦線が急拡大したのかを考えてみた。そこでは、アベノミクスの登場でデフレ

脱却が強力なスローガンとなり、黒田総裁の就任で挙国一致の戦闘態勢ができ上がったことがポイントになった。そのうえで、戦線を縮小し、戦争を終わらせるためにはどうしたらよいか考察した。2%の物価安定目標を見直し、デフレ脱却宣言によって「政府・日本銀行の共同声明」に終止符を打つことが必要だ。

## 1 | 18年目に入ったデフレとの戦い

「デフレ脱却」というスローガンの下、デフレとの戦いが続いている。2000年前後から物価の下落が続くようになり、2001年3月の政府の月例経済報告の資料に緩やかなデフレであるという分析が掲載され、翌4月には本文に「緩やかなデフレにある」という記述が現れた。この時から戦いが始まったとすると、すでに18年目に入っている。

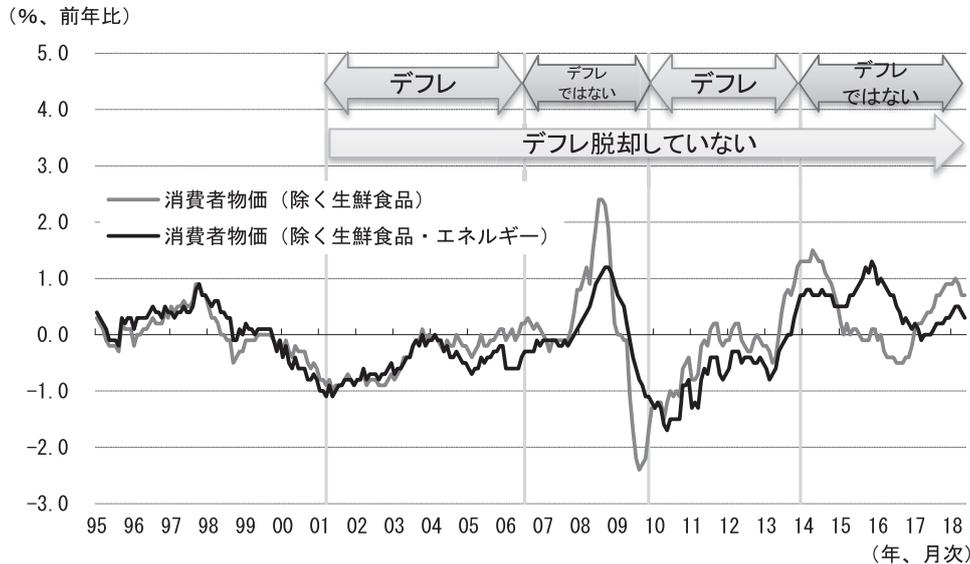
デフレとの戦いは泥沼状態になりやすい。金融政策は物価を抑制する手段としては有効だが、デフレをインフレに持っていくのは容易ではない。通常は金利をゼロまでしか下げられない。無理してマイナス金利を導入したところで、物価が下落しているので実質金利はプラスのまま。もともと低い金利を多少下げたところで景気刺激効果は限られている。ましてや物価に与える影響などまず期待できない。

デフレとの戦いはもっぱら日銀の金融政策が担うべき役割と考えられているが、他方でデフレの問題点として金融政策の有効性が失われることが挙げられている。デフレによって有効性が失われている金融政策に、デフレ脱却の役割を求めるのは無理がある。

もっとも、17年間ずっと物価が下がり続けたわけではない。今の物価動向についての政府の説明は「デフレではないが、デフレ脱却していない」というものだ。この禅問答のような難解な文言を解説すると以下ようになる。

まず、月例経済報告の物価の判断から「デフレ」という言葉が消えれば「デフレではない」ということになる。実は、「デフレではない」期間は、デフレとの戦いが始まってから2度あり、今年6月までで7年11ヵ月と結構長

図表1 「デフレ」、「デフレではない」、「デフレ脱却していない」



注：消費税率引き上げの影響を除く  
出所：総務省「消費者物価統計月報」

い。ただ、デフレでなくなっても、またデフレに戻る  
ことがないように、戦闘態勢（金融緩和）を継続している。  
これが「デフレ脱却していない」の意味するところだ（図表  
1）。

デフレでなくなってもデフレ脱却宣言が出ない限り戦  
闘態勢が続くというのでは、デフレとの戦いが長くなる  
のは当然だ。

## 2 | デフレ宣言で始まったデフレとの戦い

### (1) 反論を許さない「デフレ脱却」という錦の御旗

20年近くにも及ぶデフレとの戦いに金融政策を駆り  
立てたものは、「デフレ脱却」という錦の御旗だ。金融政  
策だけではなく多くの経済政策がデフレ脱却のためとい  
う名目で動員されてきた。「デフレは経済にとって悪いこ  
とであり、デフレ脱却が最優先の課題である」という基  
本認識は常識であり、これを共有していないと政策立案  
どころか政策論争にも参加できないという雰囲気があっ  
た。

経済政策において「デフレ脱却」という錦の御旗の威力  
は絶大で、金融政策もそれに抗することは困難であつた  
ろう。13年1月の政府・日本銀行の共同声明（いわゆる

アコード）はこの基本認識を金融政策について確認した  
ものだ。これ以降「デフレ脱却」という政策スローガンは  
絶対的なものとなり、デフレとの戦いに慎重な姿勢を示  
すことは許されなくなった。

### (2) デフレ宣言で始まる日銀への圧力

デフレ宣言は、デフレとの戦いの宣戦布告となる。宣  
戦が布告された以上、日銀は金融緩和という武器を持っ  
て、デフレとの戦いに立ち上がらなければならない。

デフレ宣言の威力は大きい。2001年のデフレ宣言の  
時は、これを受けて日銀は金融市場調節の操作目標を日  
銀当座預金残高に変更し量的緩和政策に移行した。この  
時の量的緩和政策は、戦後最長の景気回復が続いていた  
2006年3月9日の政策決定会合まで続くことになる。

2回目のデフレ宣言が出たのは2009年11月だ。こ  
の月の政府の月例経済報告で「物価の動向を総合してみ  
ると、緩やかなデフレ状況にある」と記述され、その発表  
に先立って、閣議後の記者会見で菅直人副総理兼経済財  
政担当大臣（当時）が「緩やかなデフレ状況にある」と表  
明し、「デフレ脱却には日銀にも協力してほしい」と注文  
を付けた。こうして、デフレ脱却のスローガンの下、政  
治サイドから金融政策に対する圧力が続く構図が始まっ

た。

### (3) 2009年のデフレ宣言で始まった異次元の金融緩和への流れ

この時も「デフレ宣言」の威力は大きかった。宣言が出た直後となる同年12月1日には臨時の政策委員会・金融政策決定会合が開かれ、金融緩和の強化のための新しい資金供給手段の導入が決まった。この時の日銀の発表文には「日本経済がデフレから脱却し、物価安定の下での持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行として最大級の貢献を続けていく方針である」との文言が入った。デフレとの戦いが再開したことを受けて、日銀も、おそらくその意に反してであろうが、デフレと戦っているという姿勢を示す必要があった。

10年10月には、以下の3つの措置からなる「包括的な金融緩和政策」が決まった。

- ①無担保コールレート(翌日物)を、0～0.1%程度で推移するように促す

- ・それまでの「0.1%程度で推移」から実質ゼロ金利政策へ移行

- ②「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化

- ・物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続

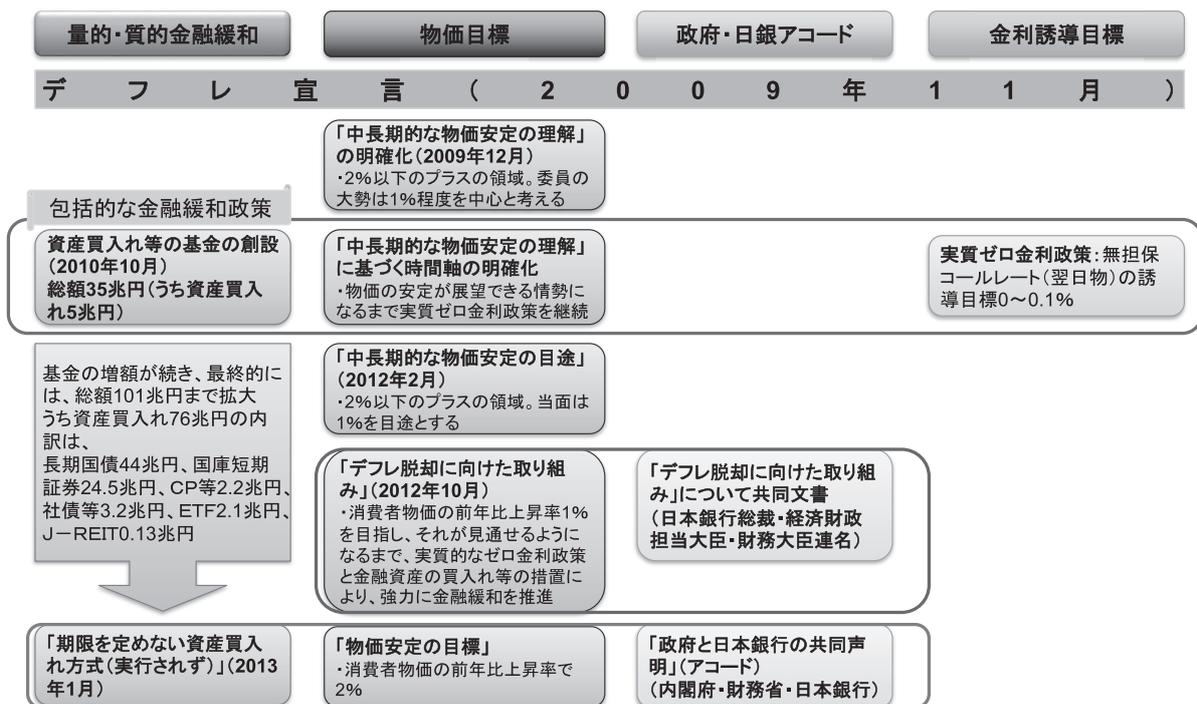
- ③資産買入れ等の基金の創設

- ・国債、CP、社債、ETF、J-REIT等の金融資産の買入れのための基金の創設

この「包括的な金融政策」がその後の金融政策の出発点となると同時に、黒田総裁時代の「2%の物価安定の目標」、「量的・質的金融緩和」につながっていったと考えられる。具体的には以下の通りだ(図表2)。

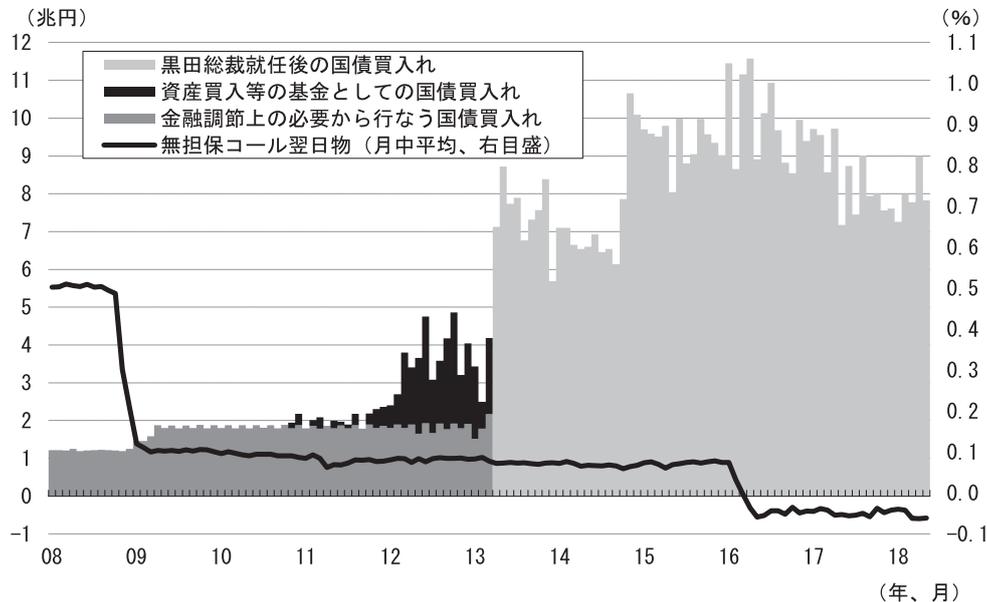
まず、実質ゼロ金利政策に移行したことによって、これ以上の金利引き下げが難しくなり、資産買入れによる長めの市場金利の低下とリスクプレミアムの縮小を促す方向に重点が置かれるようになる。資産買入れ等の基金は、当初35兆円程度の枠でスタートしたが、徐々に枠が

図表2 デフレ宣言で始まった異次元緩和への歩み



出所：日本銀行公表資料を基に筆者作成

図表3 白川総裁のころから始まっていた量的緩和



注：買入れ額はグロス（償還額とネットティングさせていない）  
出所：日本銀行ホームページ

拡大し、12年12月には101兆円（うち長期国債買入  
れ基金44兆円）にまで拡大した。実質ゼロ金利政策とな  
り、金利の変更が凍結される中、金融緩和の強化はもっ  
ぱら買入れ枠の増額によって実行されるようになった。  
金融政策の調節対象が実質的に金利から量にシフトした  
と考えることができよう（図表3）。

一方、物価目標の導入に向けての動きは、「包括的な金  
融政策」に先立って、「デフレ宣言」直後から始まってい  
た。09年12月19日の政策決定会合では、中長期的な  
物価安定の理解について、「消費者物価指数の前年比で  
2%以下のプラス領域にあり、委員の大勢は1%程度を  
中心と考えている<sup>1)</sup>」として、「ゼロ%以下のマイナスの  
値は許容していない」ことが示された。「包括的な金融政  
策」では、この「中長期的な物価安定の理解」に基づいて  
時間軸が明確化され、事実上の物価目標が導入されたと  
解釈できる。

12年2月には、それまでの「理解」に替えて、「消費者  
物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると  
判断しており、当面は1%を目途とする」という「中長期  
的な物価安定の目途」が示された。さらに同年10月に出

された白川日銀総裁、前原経済財政担当大臣、城島財務  
大臣の連名による共同文書では、「1%を目指して、強力  
に金融緩和を推進していく」と記されており、インフレ  
ターゲットの色彩が一段と強まった。

日銀と政府による共同文書は異例のものであると同時  
に、こうした流れが、13年1月の「政府・日本銀行の共  
同声明」とそこで示された「2%の物価安定の目標」につ  
ながっていったと考えられる。

### 3 | 挙国一致体制の下で戦線が急拡大

#### (1) 「量的・質的金融緩和」の導入

2013年3月に黒田日銀総裁が誕生し、初めてとなる  
同年4月の金融政策決定会合において「量的・質的金融  
緩和」の導入が決まった。その内容を確認すると、

- ① マネタリーベース・コントロールの採用
  - ・ 金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（金  
利）からマネタリーベース（量）に変更し
  - ・ マネタリーベースを年間約60～70兆円のペース  
で増加させる
- ② 長期国債買入れの拡大と年限長期化によりイールド

カーブ全体の低下を促す

- ・日銀が保有する長期国債残高が年間約50兆円のペースで拡大するよう買入れを実施
- ・買入れの平均残存期間を国債発行残高の平均並みの7年程度に延長

③ETF、J-REITの買入れの拡大(質的金融緩和)

- ・資産価格のプレミアムに働きかける観点から買入れペースを高める

④消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標<sup>2</sup>」を実現

- ・2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現

となっている。

(2) 量的・質的金融緩和が異次元である理由

これらの政策は異次元の金融緩和と呼ばれるが、前述の通り白川総裁の時代から少しずつ慎重に進められてきた施策が基になっている。黒田総裁の政策が「異次元」だとするならば、それは以下の4つの要素にまとめられる(図表4)。

- ①日銀保有長期国債残高の膨張
- ②達成困難な物価目標
- ③中央銀行の独立性の喪失
- ④マイナス金利政策の導入

このうち、①は量的・質的金融緩和の導入に伴ってもたらされたものであり、②と③はそれに先立つ「政府・日本銀行の共同声明」で確認された内容に基づく。④はその後のマイナス金利付き量的・質的金融緩和によって加わった要素である。

まず、①～③の要素について整理してみる

①日銀保有長期国債残高の膨張

- ・長期国債を買入れ期限と保有残高の上限を定めずに買入れるようにしたこと

日銀は、2001年3月速水総裁の下で、初めて量的緩和政策を導入したが、それに際して保有する長期国債残高が銀行券(紙幣)の発行残高を下回るという保有残高の上限(銀行券ルール)を採用した。

これは、日銀が歯止めなく国債を買入れて保有すれば、それが財政赤字を補てんする財政ファイナンスになってしまう、あるいはそう見なされてしまうことを回避することが目的であったと考えられる。加えて、中央銀行が国債を大量に購入し資産を拡大させると、中央銀行の信用を損ない、金利上昇やインフレにつながる恐れがあること、また、膨らんでしまった資産を圧縮することは容易ではないこと等を日銀は認識していたのだろう。

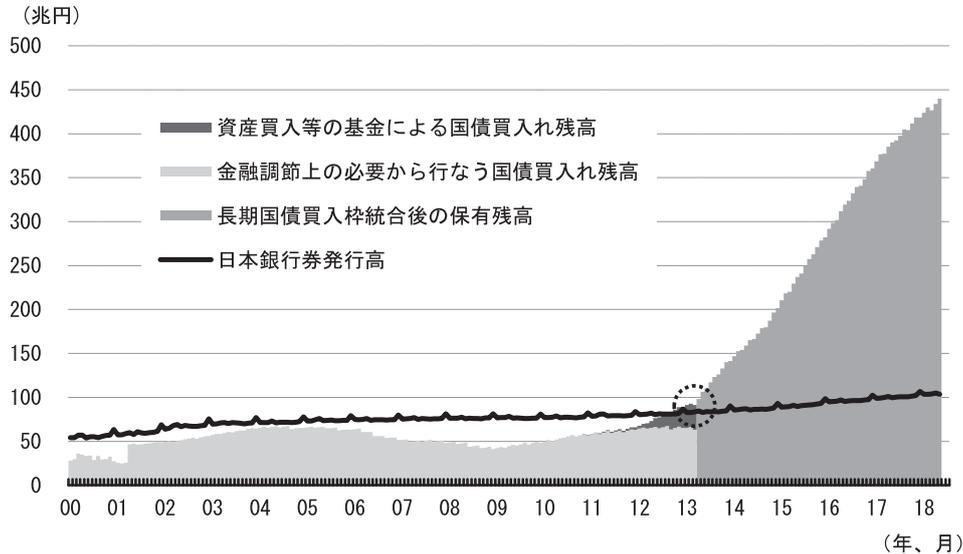
2010年10月の「包括的な金融政策」で資産買入れ等の基金を創設したが、この基金による国債買入れについ

図表4 量的・質的金融緩和における異次元の要素の広がり

	異次元の要素	何に基づくものか	異次元の要素の内容
①	日銀保有長期国債残高の膨張	量的・質的金融緩和(2013年4月)	・長期国債を買入れ期限と保有残高の上限を定めずに購入
②	達成困難な物価目標	政府・日本銀行の共同声明(2013年1月)	・物価安定の目標水準を1%から2%に引き上げ ・「目途」から「目標」に位置づけを変更
③	中央銀行の独立性の喪失	同上	・金融政策の基本方針と物価目標を共同声明の形で政府と共有
④	マイナス金利政策の導入	マイナス金利付き量的・質的金融緩和(2016年1月)	・日銀当座預金の一部に対する付利を政策金利として-0.1%を適用 ・イールドカーブ全体を低下させ、長めの金利もマイナスに

出所：筆者作成

図表5 日銀券発行高を超えて拡大する日銀保有長期国債残高



注：月末残高  
出所：日本銀行ホームページ

ては、銀行券ルール適用から除外されることになった。その代わりに、基金による買入れについては買入れ期限を設定してあくまで特例的な買入れと位置づけるようにした。

量的・質的金融緩和では、どちらの制限も取り払うことによって、日銀の長期国債保有残高、そしてマネタリーベースを急激に拡大させることが始まった。日銀の資産の膨張を防ぐための歯止めをなくして、国債の大量買入れを始めたという点で、異次元の金融緩和であった(図表5)。

#### ②達成困難な物価目標

・物価安定の水準を1%から2%に引き上げ、またその位置づけを「目途」から「目標」にしたこと  
物価は景気に遅行する。遅行指標を政策目標にすれば、そのための政策が長期にわたることを覚悟しなければならない。物価という遅行指標に政策効果が出てくるまでには相当時間がかかるからだ。急激なインフレで困っている国がインフレターゲットを採用するということは、インフレを鎮圧するまで長期にわたって金融引き締めを続けること、そしてその痛みを覚悟したということだ。

日本は、デフレを脱却するためにインフレターゲットを導入した。これは、超低金利の金融緩和を長期にわたっ

て続けることを覚悟したということだ。しかも、2%という物価目標は、実際の日本の物価動向に比べると高く、またその目標を厳格に適用しようとした。それまでの1%の物価目標であれば、運が良ければ達成できるレベルだが、2%に引き上げたことで達成のハードルは大いに高まった。

量的・質的金融緩和では、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現」することを目指しており、勝算があつての目標設定であったのかもしれないが、その後の物価動向を見ても明らかのように、無謀な目標設定であった。達成困難な目標を設定すれば、いつまでも異次元の金融緩和を続けざるを得なくなる。

たとえ、景気が過熱しても物価が2%上がるまでは異次元の金融緩和を続けることになるわけだ。バブルが発生するリスクを覚悟したうえで金融緩和を続けるという意味において、異次元の金融緩和であったと言える。

#### ③中央銀行の独立性の喪失

・「政府・日本銀行の共同声明」によって日銀の金融政策に対する政府の関与を強力にしたこと  
共同声明では、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のため、政府・日本銀行は政策連携を強化する」ことが謳われている。また、共同声明の中で日本銀行は、物価安定

の目標を2%とすることを宣言し、そのために金融緩和を推進し、物価目標を実現することを約束した。

一方、政府は、「経済の再生のため、機動的なマクロ経済運営に努め」、「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、これを強力に推進する」という従来からの基本方針を確認したにすぎなかった。そのうえで、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」としていたが、財政再建目標が先送りされているようでは、政府の約束が実現したとは言えない。

「政府・日本銀行の共同声明」は、少なくとも政府がデフレ脱却を宣言するまで日銀の金融政策を縛ることになる。共同声明で約束した以上、たとえ達成が困難だと判断しても日銀は2%の物価目標の旗を降ろすことができず、異次元の金融緩和を続けなければならない。事実上、政府が金融政策の基本方針を決定することになり、日本銀行の金融政策の裁量の余地は狭まる。中央銀行の独立性を危うくする形で金融政策が運営されるという意味においても異次元の金融緩和であった。

### (3) 異次元緩和で戦線が急拡大

「量的・質的金融緩和」は、白川総裁の時から続いていた金融緩和の延長上にある一方で、3つの異次元の要素を持つことによって、それまでの金融政策とは異質のものとなった。

白川総裁の時は、金融緩和がもたらす負の側面も考える日銀と政府との間のせめぎあいがあったが、政権と考え方が一致する黒田氏が総裁に就任したことで、日銀は金融政策正常化への道を封印し、挙国一致体制でデフレ脱却を目指すこととなった。

量的・質的金融緩和では、マネタリーベースと長期国債・ETFの日銀保有額は2年間で2倍に拡大する計算になっていた。それ自体は高い目標とはいえ達成できるのだが、それがなぜ2%の物価上昇をもたらすのか。数字は同じ「2」であっても、両者を結びつけるロジックはない。そこに大きな問題があった。

せいぜい、ちょっとずつ量を増やしても物価が上がってこなかったが、思い切って量を増やせば、人々のインフレ期待が高まり、物価は上がってくるはずだ、ということのようだ<sup>3</sup>。しかしそうであれば、上がりはじめた消

図表6 量的・質的金融緩和の変遷

金融政策	資産買入れ	物価目標	金利政策
「量的・質的金融緩和」 (2013年4月)	① マネタリーベースコントロール ・操作目標をマネタリーベースに変更 (60~70兆円の増加ペース) ② 長期国債買入れの拡大と年限長期化 ・長期国債の保有残高の増加ペース: 50兆円 ③ ETF、J-REITの買入れ拡大	① 物価安定の目標:消費者物価の前年比上年率で2% (「政府と日本銀行の共同声明(2013年1月)」) ・2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現	① 無担保コールレートは操作目標でなくなる
「量的・質的金融緩和」の拡大 (2014年10月)	① マネタリーベースの増加ペース ・80兆円に拡大 ② 資産買入れ額の拡大 ・長期国債の保有残高の増加ペースを80兆円に拡大		
「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」 (2016年1月)			① マイナス金利の導入 ・金融機関が保有する日本銀行当座預金の一部に-0.1%のマイナス金利を適用
金融緩和強化のための新しい枠組み: 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」 (2016年9月)	① マネタリーベースの増加ペースの目標を外す ・あと1年強で、マネタリーベースの対名目GDP比率は100%(約500兆円)を超える見込み ② 長期国債の買入れ額については80兆円の増加ペースをめどとする ・目標ではなくなる	① オーバーシュート型コミットメント ・マネタリーベースの残高は、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上年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	① イールドカーブ・コントロール ・-0.1%の政策金利に加え、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを行う ② 新型オペレーションの導入 ・日銀が指定する利回りによる国債買入れ(指値オペ)

出所: 日本銀行公表資料を基に筆者作成

消費者物価が2%で止まる保証はない。慎重に実験している時に効果がないということが分かってきたのにもかかわらず、止めることができない大胆な実験に移行してしまったということもできよう。

一方、この大胆な実験は2年で成果を出すことを前提にしており、長期戦になることを想定していなかった。同時に、2年間で成果が出なかったから実験を止めるということでもなかった。デフレとの戦いが膠着状態になるにつれて、実験の規模を拡大したり、新たな実験に取り組んだりすることになった(図表6)。

実験が始まった当初は、金融緩和も影響した円安によって輸入物価が上昇し、消費者物価も上がってきた。しかし、マネタリーベースの拡大が2%の物価目標を実現するというロジックに問題があったことに加え、14年4月の消費増税後に景気が調整局面に入ったことや、同年後半には原油価格が急落してきたこと等が影響して、物価上昇の勢いは後退してきた。

長期戦に対する備えもなく、うまくいかなかった場合の退却の覚悟もないまま、デフレとの戦いは戦線が拡大していく。日銀は、同年10月の金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和」の拡大を決め、マネタリーベースと日銀保有の長期国債残高の増加ペースがどちらも年間約80兆円に引き上げられた。

さらに、4つ目の異次元の要素が加わってきた。

#### 「④マイナス金利政策の導入」

である。16年1月に突如「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決まった。これは、マネタリーベースと日銀保有の長期国債残高の増加ペースは変更せず、日銀当座預金の一部に-0.1%というマイナス金利を適用するというものであった

お金を預かった側、あるいは借りた側が金利を払い、預けた側、貸した側が金利を受け取るというのが金融の原則である。この原則を否定して、金融政策を運営するという意味において異次元の金融緩和であった。マイナス金利を受けてイールドカーブ全体で金利が低下し、10年国債の利回りですらマイナスになってしまった。

異次元緩和による戦線の拡大はさまざまな問題をもたらした。まず、安心安全な運用手段がなくなった。高齢化社会が進捗し老後の備えが重要になる中でこれは大きな問題だ。金融機関は、資産運用が難しくなることに加え、リスクに見合ったプレミアムを取って貸付けを行うことができなくなり、収益環境が急速に悪化した。また、資金を調達する側は、ほとんどゼロコストで資金調達が可能になり、ビジネスのリスク管理が甘くなる恐れが出てきた。最大の資金調達者は政府である。借金が膨らみ国債を増発しても、利払い負担が膨らまないのでは、財政構造を改善しようというインセンティブがわいてこない。

## 4 | 新しい枠組みが目指した戦線不拡大方針

### (1)「金融緩和強化」という名の戦線不拡大方針

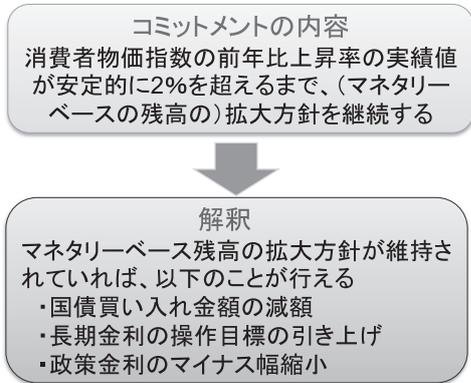
デフレとの戦いは戦線がどんどん広がり、異次元の要素を増しながら、終わりの見えないドロ沼の戦いとなってきた。

16年9月に導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、金融緩和強化のための新しい枠組みと銘打っていたが、実際は、戦線が拡大しすぎて兵站が枯渇したデフレとの戦いの態勢立て直しを目指したものと言える。この新しい枠組みのひとつ目の柱である「イールドカーブ・コントロール」は、-0.1%の政策金利に加えて、10年物国債金利を0%程度で推移するように促すことにより、長短金利の操作を行うものであり、極端な金利低下を防ぐ意図があった。

長期国債の買入れは10年債金利を0%程度に推移させるために行うものとなり、マネタリーベース残高と日銀保有の長期国債残高を年間約80兆円のペースで増加させるという量の目標はなくなった<sup>4</sup>。

新しい枠組みのもうひとつの柱である「オーバーシュート型コミットメント」では、「消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の『物価安定の目標』を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する」ことを約束した。これを裏読みすると、「マネタリーベース残高の拡大方針が維持されているのであれば、マネタリーベース

図表7 オーバーシュート型コミットメントの内容と解釈



出所：筆者作成

や日銀が保有する長期国債残高の増加ペースを落とすことができる]ようになった(図表7)。

日銀保有の長期国債残高とマネタリーベースの前年比増加幅の推移を見ると、量的・質的金融緩和の導入とその拡大によって掲げられた目標に沿って増加してきたが、新しい枠組みが導入されて以降は増加ペースが減速し、今年5月の日銀保有長期国債残高の増加幅は50兆円と「量的・質的金融緩和」開始当初の目標水準まで縮小している。また、マネタリーベースの増加幅は37兆円と当初の目標(60～70兆円)を大きく下回っており、量

的・質的金融緩和を始める前の水準に近づいてきている(図表8)。黒田総裁一期目の金融政策の柱となった「量的・質的金融緩和」は振出しに戻ったということになる。

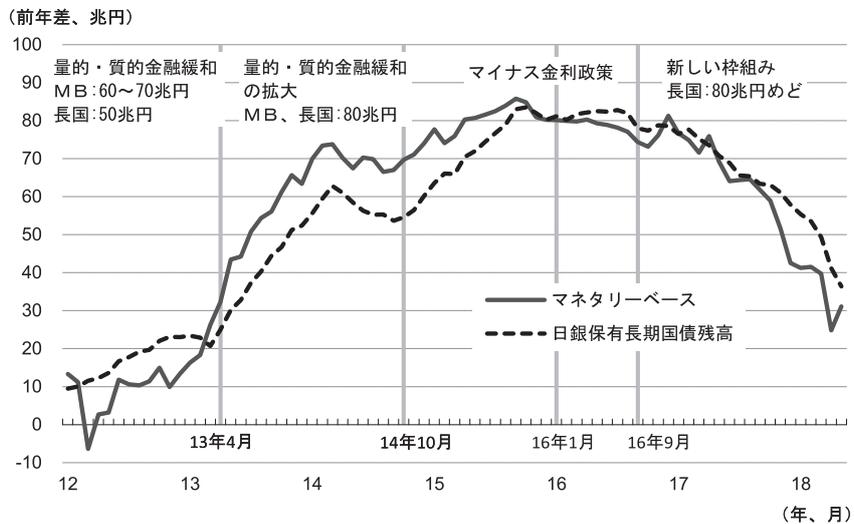
新しい枠組みが導入されたことによって、長期金利は上昇し、マネタリーベースの増加ペースは鈍った。量的・質的金融緩和の導入以降、デフレとの戦いはひたすら戦線を広げてきたが、新しい枠組みの導入によって戦線拡大を抑える試みが始まったと言える。

**(2) 表立って言えない戦線不拡大方針**

17年7月に退任した木内登英審議委員は2015年4月の金融政策決定会合から退任するまで、「マネタリーベースと長期国債保有残高の増加ペースを年間約45兆円に減額する」という議案を、修正した議案も含めて実に24回提出して毎回否決された<sup>5</sup>。しかし、実際には新しい枠組みが導入されて以降この提案に近い形で増加ペースが低下している。

木内審議委員の提案が賛成多数で決まっていれば、今起きていることは「金融緩和の出口に向かっている」、少なくとも「出口から遠ざかるペースを抑えている」ということになる。しかし、マネタリーベースも日銀の長期国債保有残高も目標ではないとした新しい枠組みを導入し

図表8 マネタリーベースと日銀保有長期国債残高の前年差増加幅



出所：日本銀行「マネタリーベース」、「日本銀行勘定」

たことによって、「金融緩和の出口に向かっているのではない」と主張できるようになった。よく考えられた枠組みであることは間違いないが、こうしたカラクリを理解するのは難しい。金融政策が一般の人の目から見て極めて分かりにくいものになったことは間違いない。

なぜこのようなことをしなければいけないのか。「政府・日本銀行の共同声明」によってデフレ脱却を目指した金融政策の基本方針が決められており、2%の物価目標を達成するまでは、金融緩和の出口に向かっていると受け止められるような政策変更はできないからだ。たとえば買入れペースを落とさなければ、長期国債の買入れを行うスキームを維持することが難しくなるとしても、木内審議委員の正直すぎる議案を可決することは政治的に無理だったと言えよう。

新しい枠組みは、2%の物価目標を達成できない中で、戦線を拡大させないようにするための苦肉の策であった。「退却」とは言わずに「転進」と呼べるスキームを作り出したとも言えよう。

### (3) 新しい枠組みで出口は近づいたか

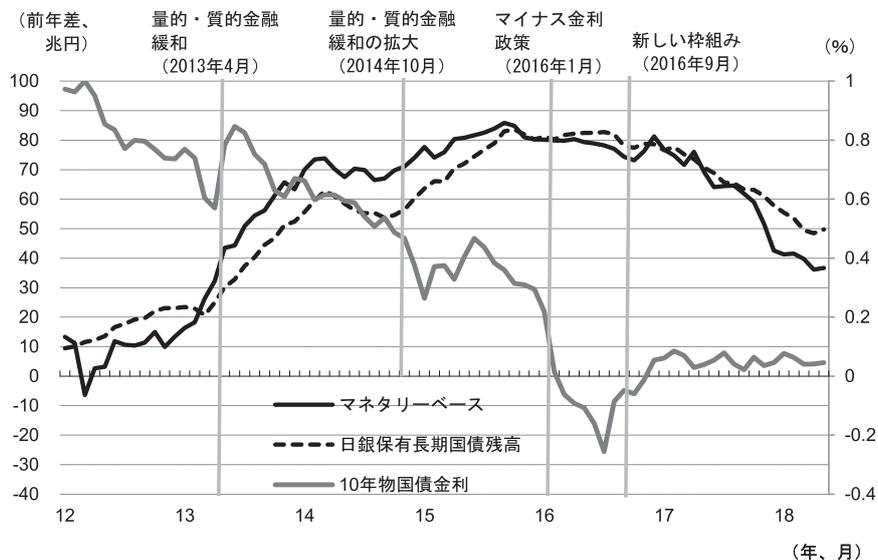
新しい枠組みの導入は異次元の金融緩和の転換を意味するものだが、それによって金融政策の出口は近づいた

のか。その前に、そもそも何をもって出口と考えるのが問題だ。ここでは、量的・質的金融緩和によって生まれた4つの異次元の要素が解消することをもって出口と考えることにする。

まず、後から加わった「マイナス金利政策の導入」という異次元の要素については、新しい枠組みの導入によって出口に入ったと言えそうだ。16年1月にマイナス金利政策が始まったことを受けて、10年物国債金利はマイナスに転じマイナス幅を拡大させていたが、16年夏には量的・質的金融緩和の総括的な検証が行われ金融政策の変更があるという思惑が広がり、マイナス幅が縮小に転じた。新しい枠組み導入以降も10年物国債金利のマイナス幅縮小が続き、その後は米長期金利の上昇にも連動してプラスに転じている(図表9)。

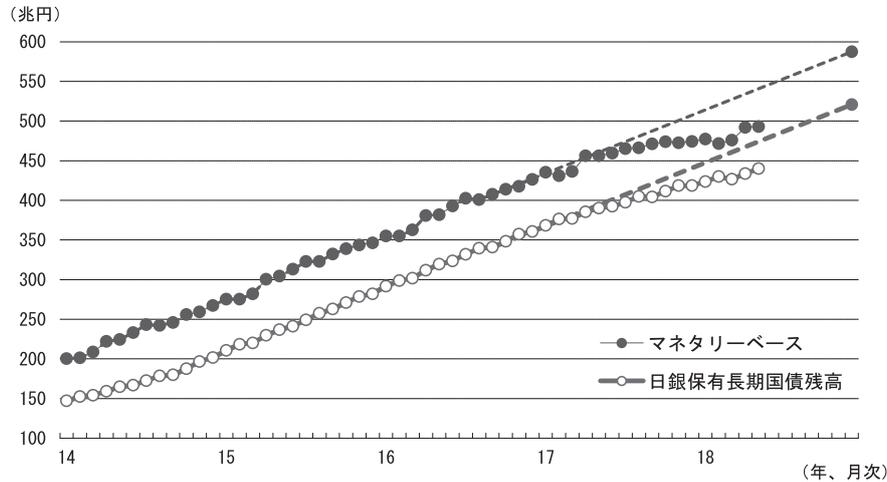
次に、「日銀保有長期国債残高の膨張」という異次元の要素については、まだ出口に入っていない。新しい枠組みでは、消費者物価の上昇率が2%を達成するだけでなく、安定的に2%を超えるまでマネタリーベース残高の拡大方針を続けることになっている(オーバーシュート型コミットメント)。この点では出口に向かうハードルはさらに上がってしまった。

図表9 新しい枠組みの導入と反転した長期金利



出所：日本銀行「マネタリーベース」、「日本銀行勘定」

図表10 増加を続けるマネタリーベースと日銀保有長期国債残高



注：点線は2016年9月を基準として年間80兆円のペースで増加した場合。  
出所：日本銀行「マネタリーベース」、「日本銀行勘定」

図表10は日銀保有長期国債残高とマネタリーベース残高の推移を見たものである。グラフ中の点線は新しい枠組みが導入された16年9月を起点に、年間80兆円の増加というそれまでの目標を想定したラインである。マネタリーベース残高や日銀保有長期国債残高の増加は続いているが、増加ペースは緩やかになっている。その意味では出口にやや近づいていると言える。

残高を減らすことが許されない、つまり戦線の縮小ができない以上、出口に向けて今できることは、日銀保有長期国債残高とマネタリーベース残高が増えないようにすることだ。それが新しい枠組みが目指した戦線不拡大方針であった。

## 5 戦線の縮小を阻む2%の物価目標

### (1) 新しい枠組みの中でできること

新しい枠組みを導入することによって金融政策に変化の兆しが生まれてきたが、この枠組みでできることはほかには何かあるか。

まず、「マイナス金利政策の導入」という異次元の要素については、新しい枠組みで「イールドカーブ・コントロール」を導入し、10年物国債金利を誘導目標にしたことにより、政策金利を変更しなくても、10年の金利を高め誘導して全体の金利水準を上げることが可能になっ

た。

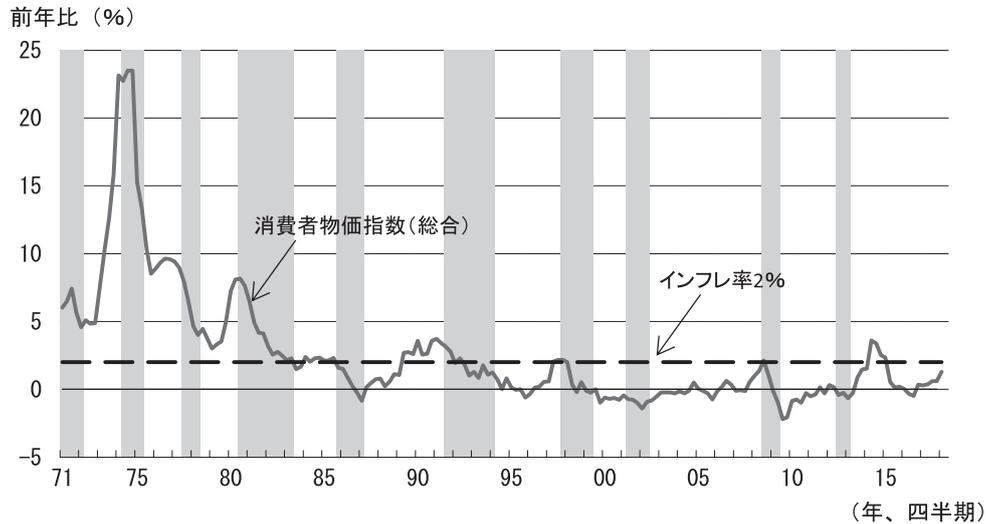
もっとも、10年物国債金利は、政策金利ではないといっても操作目標であり、その変化は金融政策の変更を意味する。2%の物価目標を達成していないうちは誘導目標の引き上げは難しそうだ。

ただ、「政府・日本銀行の共同声明」の中では、日本銀行は「金融システムの安定確保を図る責務を負って」おり、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検」することになっている。たとえば、中小金融機関の経営を圧迫しているフラットすぎるイールドカーブを修正するという観点から操作目標を小幅上げすることは、2%の物価目標を達成していなくても行い得る。

一方、政策金利の変更は2%の物価目標を達成していないうちはまず無理だ。現在は-0.1%とかなり小幅のマイナス金利であり、さらに小幅(たとえば-0.05%)のマイナス金利にするというのは現実的ではないだろう。マイナス金利の導入はイールドカーブの極端なフラット化を伴いながら金融機関の経営にマイナスであったと考えられるが、それについてはマイナスの政策金利と長期国債の買入れの組み合わせによるイールドカーブ・コントロールによって対応するというのが基本スタンスだ。政策金利をゼロにするというのはかなり難しい。

次に、「日銀保有長期国債残高の膨張」という異次元の

図表11 特別な要因がなければ2%を超えない消費者物価



注：シャドーは内閣府による景気後退局面  
出所：総務省「消費者物価統計月報」

要素については、マネタリーベースや日銀保有の長期国債残高の増加ペースをまだ下げる余地がある。もっとも、年間約80兆円のペースで国債を買入れることが難しくなってきたことが、増加ペースを落としてきている理由のひとつであり、適当なレベルに到達してくるにつれて増加ペースの低下は一服するだろう。

それでも、10年物国債金利が0%程度という誘導目標を下回ってマイナス領域に入ってきた時、あるいは誘導目標を上げるといった時には、長期国債の買入れペースを低下させることが必要であり、結果としてマネタリーベースの増加ペースもまだ低下してくる。

なお、新しい枠組みでは、マネタリーベースの残高は拡大方針を継続するものの、「イールドカーブ・コントロールのもとで短期的には変動しうる」としており、一時的に残高が減少することは容認している。

## (2) 2%の物価目標は過大

金融政策の正常化に向けて「達成困難な物価目標」という異次元の要素が立ち上がる。2%の物価安定の目標を達成するまでは、新しい枠組みを導入しても、できることは限られている。図表11は日本の消費者物価の推移を71年までさかのぼって見たものだ。物価が大きく上昇していたのは、第1次、第2次石油ショックのころ

までだ。

原油価格も落ち着き、円高も進んだ80年代半ば以降は消費者物価上昇率が2%を超えることはあまりない。2%を超えたときの理由としては、80年代後半から90年代にかけては消費税の導入、バブルによる景気の過熱、さらに湾岸戦争による原油価格の高騰、97年は消費税率の引き上げ、08年は原油価格の高騰、14年は円安による輸入物価の上昇に消費税率の引き上げが重なったこと等が考えられる。つまり、特別な事情がない限り、日本の消費者物価が2%も上がることはないということだ。

ところで、図表11でシャドーをかけたところは景気後退期だ。消費者物価上昇率が2%を超えてくると景気は後退局面に入っているように見える。14年の時は景気が後退していないというのが政府の判断だが、後退と言ってもよい調整局面であったと考えられる。いずれにしても消費者物価は2%を超えて上昇しない方がよさそうだ。

デフレが続いていると、実質金利が高止まりして企業の設備投資が抑制される、あるいは消費が先延ばしされる、と言われているが、物価が上がってきた時の実質所得の減少の方により注意を払うべきではないか。

さらに問題なのは、2%の物価目標を厳格に守ろうと

している。この目標が達成できないうちは、景気動向にかかわらず金融緩和を続けなければならないということだ。低い成長率とは言え、いざなぎ景気を超えて戦後2番目の長期景気回復が続いているというのであれば、強烈な金融緩和を続ける必要はないはずだ。

### (3) 出口に立ちはだかる2%の物価安定目標

戦線不拡大という思惑に反して、戦線が再び拡大することもあり得る。緩やかな景気回復が続き、物価も小幅ながら上昇が続くという前提で、異次元の金融緩和からの出口の可能性を述べてきたが、景気が後退していなくても物価が低下するということになってくれば、金融緩和を強化すべきとの意見が強まってくる。円高や株安が重なれば緩和圧力はさらに高まる。

2%の物価安定の目標は日本経済の実力から見ると過大である。「達成困難な物価目標」という異次元の要素が続く限り、金融緩和の出口に向かうことは難しい。戦線の不拡大方針を実現し、さらに縮小に転じさせるためには、2%の物価安定目標の見直しが不可避である。

## 6 | 戦争の終結を阻む「政府・日本銀行の共同声明」

### (1) 2つのデフレ宣言の違い

2%の物価安定の目標の見直しは容易ではない。この目標が「政府・日本銀行の共同声明」の中で謳われているからだ。「達成困難な物価目標」という異次元の要素は、「中央銀行の独立性の喪失」という異次元の要素と結びついて、戦線の縮小、戦争の終結を難しくする。

政府のデフレ宣言でデフレとの戦いが始まるとすると、2001年3月からのデフレとの戦いは2つの時期に分けることができる。2001年3月から始まった第一次デフレ戦争と2009年11月に始まり今も続いている第二次デフレ戦争だ。政府のデフレ宣言が日銀の金融政策を縛ってしまうことはすでに述べた通りだが、2つのデフレ戦争を比べると現下のデフレ戦争の方が強烈に金融政策を縛っている。

図表12は2つのデフレ戦争を比較したものだが、政府と日銀の連携について見ると、どちらも政府がデフレ

脱却という観点から金融緩和の強化を求めている点では同じだ。しかし、第一次デフレ戦争のときは、日銀の側は、①景気後退が始まったが、金利に下げ余地がなく、量的緩和を試みる意味があった、②金融機関の不良債権処理を進めるうえで潤沢な資金供給が必要であった、という2点において、政府と連携することが可能であった。

これに対して、第二次デフレ戦争のときは、①景気は回復しており、金融緩和の必要性はない、②リーマンショック後も日本の金融機関経営に深刻な問題は生じていない、③遅行指標である物価を目標とすることは金融政策の機動性を損ねる、④資産購入を歯止めなく拡大させることは中央銀行のバランスシートを膨張させ、信認を低下させる、といった点から、政府の金融緩和要請を受け入れることに慎重にならざるを得なかった。最終的には、安倍政権誕生後の「政府・日本銀行の共同声明」によって日銀の金融政策は政府の方針に組み込まれていった。

なお、第一次デフレ戦争の時は、景気の後復や不良債権問題の終息を確認しながら、06年3月に量的緩和政策を終了し、金融政策は正常化する。この時も、政府からの干渉はあったであろうが、独立した金融政策を行うことが可能であった。しかし、この直後に参議院予算委員会の内閣府提出資料で「デフレ脱却」について説明がなされた。これによって、政府がデフレ脱却宣言を出すまでは、デフレとの戦いが続くことになり、金融政策の正常化を日銀の判断で行うことが難しくなった。

### (2) 政治が決断する「デフレ脱却宣言」

内閣府が「デフレ脱却」について作成した資料の記述がデフレ脱却の定義と判断基準とされている(図表13)。この基準には2つの問題がある。

まず、基準が厳しすぎる。「物価が持続的に下落する状況を脱し」はいいとして、「再びそうした状況に戻る見込みがないこと」というのは、デフレの存在すら容認しないということだ。しかし、景気が回復と後退を繰り返すのにあわせて、物価も上昇圧力と低下圧力が交替する。戦後の高度成長期やその後の安定成長期には物価もインフ

図表12 2つのデフレ戦争の比較

	第一次デフレ戦争	第二次デフレ戦争
デフレ宣言の時期	2001年3月16日：月例経済報告に「緩やかなデフレ」という分析資料 同年4月13日：月例経済報告の本文に「ゆるかなデフレにある」という記述 ・ITブーム崩壊による景気後退局面での宣言	2009年11月20日：月例経済報告の本文に「緩やかなデフレ状況にある」という記述 ・リーマンショックによる景気後退からの持ち直しが続く景気回復局面での宣言
「デフレ」の期間	2006年6月の月例経済報告まで「デフレ」の文言が続く(5年4ヵ月)	2013年11月の月例経済報告まで「デフレ」の文言が続く(4年1ヵ月)
デフレ宣言後の金融政策	2001年3月19日の金融政策決定会合 ・量的緩和政策に移行 ～金融市場調節の操作目標を無担保コールレート(金利)から日銀当座預金残高(量)に変更 2006年3月9日の金融政策決定会合 ・量的緩和政策が終了 ～金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレートに戻す	2010年10月5日の金融政策決定会合 ・「包括的な金融緩和政策」 2013年1月22日の金融政策決定会合 ・政府と日本銀行の共同声明 ～2%の物価安定の目標 2013年4月4日の金融政策決定会合 ・「量的・質的金融緩和」
「デフレ脱却宣言」の縛り	・デフレ脱却宣言の縛りはない。ただ、量的緩和政策終了直後の2006年3月15日の参議院予算委員会に「デフレ脱却」についての内閣府資料が提出され、その後の縛りとなった	月例経済報告から「デフレ」の文言が消えても、デフレ脱却宣言が出るまでは、デフレとの戦いが続くため、金融政策に対しては引き続き緩和が求められる
政府・日銀の連携	以下の要因で、呉越同舟ながら量的緩和を始めることで政府・日銀の連携が可能となった 【政府】デフレ脱却のために量的緩和など金融緩和を求める 【日銀】 ・景気が後退が始まったが、金利に下げ余地がない ・金融機関の不良債権処理を進める上で潤沢な資金供給が必要	大胆な金融緩和を求める政府に対して、日銀は以下の要因で慎重なスタンスを続けたが、政府・日銀の共同声明によって政府主導の連携体制が出来上がった 【政府】デフレ脱却のために量的緩和やインフレターゲットなどの金融緩和を求める 【日銀】 ・景気は回復しており、金融緩和の必要性はない ・リーマンショック後も日本の金融機関経営に深刻な問題は生じていない ・運行指標である物価を目標とすることは、金融政策の機動性を損ねる ・資産購入を歯止めなく拡大させることは中央銀行のバランスシートを悪化させ、信認を低下させる

出所：日本銀行公表資料、内閣府「月例経済報告」を基に筆者作成

図表13 厳しい「デフレ脱却」の基準

<p>1. 「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」</p> <p>2. その実際の判断に当たっては、足元の物価の状況に加えて、再び後戻りしないという状況を把握するためにも、消費者物価やGDPデフレーター等の物価の基調や背景を総合的に考慮し慎重に判断する必要がある</p> <p>3. その他考慮すべき指標として、例えば、需給ギャップやユニット・レーバー・コスト(単位当たりの労働費用)といったマクロ的な物価変動要因が挙げられる</p>
--

出所：内閣府「2016年度経済財政白書」を基に筆者作成

レ基調が続いたが、デフレの存在を否定する必要はない。

もちろん急速なデフレは経済にとってマイナスだろうが、それはインフレでも同じだ。近年の日本の物価の推移を考えれば、物価上昇率がプラスになってきても数年のうちにまたマイナスになると見込む方が自然だ。

いずれにしても、「慎重に判断する」必要があるというのであれば、少なくとも官僚の判断でデフレ脱却宣言な

ど出せない。自分が責任を取るという政治家が出てくる、あるいはデフレ脱却宣言を出そうという政治判断がなければ、デフレ脱却宣言などまず出てこない。

2つ目の問題点は、デフレ脱却宣言の基準が極めて厳しいのに対して、デフレ宣言は内閣府の判断で比較的に容易に出せることだ。デフレ宣言を出す基準も明文化されていない、内閣府が作成している月例経済報告に「デフ

レ]という言葉が出てくれば、あとはメディアが「デフレ宣言」と報道してくれる。月例経済報告の判断であれば「物価は低下が続いている」と言えばすむ話であって、あえて「デフレ」という言葉を使うことによって、政治的意図が加わってくるわけだ。これはよろしくない。

### (3) デフレ脱却宣言なくして、金融政策に出口なし

デフレ宣言で始まった戦争を終わらすには、デフレ脱却宣言を出すしかない。そうしなければ、「政府・日銀の共同声明」という挙国一致の金融政策の枠組みも続くことになる。

「デフレ」という文言を月例経済報告から外せば、デフレとの戦いは終わるはずなのに、前述の通り第一次デフレ戦争終結後に、屋上屋を重ねる「デフレ脱却」の基準を作ってしまった。金融緩和の出口のハードルは著しく高くなった。デフレ脱却宣言は政治的色彩が濃いものであり、簡単に出てくるものではないが、宣言が出てこなければ金融政策は出口を抜けられない。

## 7 | デフレとの戦いを終結させるために

### (1) 2%の物価目標の見直し

そもそも、物価目標はなぜ2%なのか。素朴な質問ほど答えるのが難しい。日本の消費者物価は特別な要因がなければ、2%を下回るレベルで推移していることはすでに確認しているが、米国や欧州はここ数年こそ日本に近づいてきているが、それまでは2%程度を中心に推移してきた。

米国や欧州が物価目標を2%に設定することに違和感はないとして、日本はゼロ%の物価目標が実力相応と言うこともできる。それでは困る、つまり物価目標はプラスでない困る理由として、①消費者物価の統計には実際の数字より高めの数字になる上方バイアスがある、②二度とデフレに戻らないようにのりしろが必要、③名目金利はゼロ以下に下がらないので、物価下落による実質金利上昇を抑えられない、といったことが挙げられている。

この3つの理由それぞれに疑問もあるのだが、ここで

はそれを封印するとしてなぜ2%なのか。その理由としては、米国や欧州が2%を目標としているから、というのが有力な説明のようだ。つまり、為替水準は各国の購買力が均等になるように決まってくるという購買力平価説に従えば、物価上昇率が低い国の通貨は高くなる。米欧が2%の目標を掲げているのに日本がゼロや1%を目標にしたら円高が進んでしまうということだ。しかし、円高阻止のために物価目標を設定するというのは本来の姿ではない<sup>6</sup>。

2%の物価安定目標を見直す方法としてはまず、2%の目標を維持したままその運用を柔軟にするというものがある。たとえば、2年後といった短い期限を決めて目標を設定するのではなく、長期的に達成すべきものという位置づけにする。あるいは2%という目標をピンポイントではなく、2%程度と幅を持たせて考えるといったものだ。物価統計の精度を考えれば、多少の幅を持たせる方が自然と言えよう。

こうした運用面での見直しは日銀の判断でできることであり、すでに日銀内で検討が始まっているかもしれない。米国でも2%の物価目標を掲げているが、2%に達していなくても、長期的には目標を達成できるとの判断で、金融緩和の縮小や利上げに踏み切っている。もっとも、日本と米国では物価上昇率の基調が異なる。日本のように消費者物価が2%を超えることがめったになく、再び低下してもおかしくない状況では、運用を柔軟にするだけでは2%の目標はやはり過大と言えよう。ハードルは高いが、目標そのものを見直すことが必要だ。

日本のように賃金があまり上がらない国で消費者物価が2%も上がった実質所得の減少が経済に悪影響を与えかねない。その意味で2%は上限目標と考えることができる。一方で、消費者物価の小幅な下落であれば、实体经济に特段のマイナス効果をもたらすこともなさそう。物価安定の目標は0~2%で若干の幅を持つてみるというのがよいのではないか。その場合、物価の小幅な低下、すなわち緩やかなデフレは許容範囲ということになる。

## (2) デフレ脱却宣言

消費者物価は前年比で小幅上昇しているが、目標である2%に到達しそうもない。普通に考えてデフレ脱却宣言など出てきそうにないが、全く可能性がないわけではない。

まず、「政府・日本銀行の共同声明」の中の2%の物価目標はあくまで日銀の目標であり、政府はその目標を共有しているだけだ(図表14)。一方、「デフレ脱却宣言」は先ほど見た図表13の基準を満たしていると政府が判断すれば出せる。この基準が厳しすぎるというのはすでに述べたところだが、物価が2%上がっていても、物価が低下せず、これからも低下しないという見込みが立てば、デフレ脱却宣言は出せるということだ。

19年10月には先延ばしされていた消費税率の10%への引き上げが予定されている。安倍政権は景気下支えのための歳出拡大を行いそうだ。そんな時に、金融緩和を出口に向かわせて、金利を急上昇させるかもしれないデフレ脱却宣言など出せるのか、という疑問はもっともだ。

一方、安倍首相は在任中にアベノミクスの成果として「デフレ脱却宣言」を出したいと思っているはずだ。同時

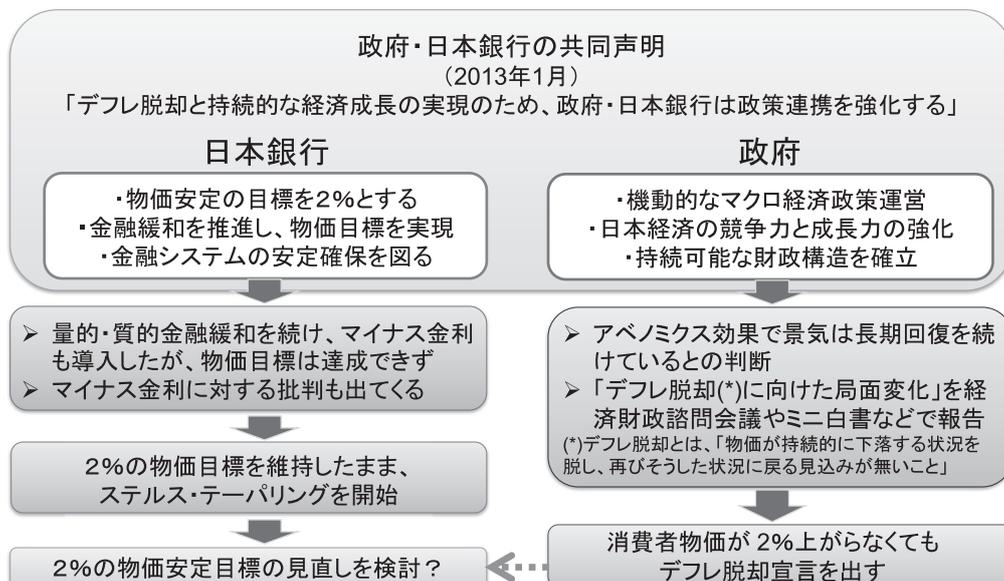
に、物価が2%上がるのを待っていたら「デフレ脱却宣言」を出せないかもしれない。そうであれば、物価が2%上がっていてもいずれかのタイミングでデフレ脱却宣言を出すと想定してもおかしくない。すでに政府は、昨年から「デフレ脱却に向けた局面変化」という報告を行う等、デフレ脱却宣言に向けた準備を進めてきた。

消費者物価の上昇率は依然として小幅で、さらに縮小するかもしれない。デフレ脱却宣言を出すには勇気があるが、仮に、デフレ脱却宣言が出てくるならば金融政策にどう影響するか。日銀は2%の物価目標を維持したままマネタリーベースの拡大方針を継続するかもしれないが、政府のデフレ脱却宣言にあわせて、2%の物価目標の見直しができるかもしれない。後者の場合、「政府・日本銀行の共同声明」もその役割を終えることになり、デフレとの戦いも終結することになる。

## (3) 円高恐怖症の克服

最後に残る問題は円高だ。金融緩和が縮小する、あるいは金利が上がるということになると、かなりの確率で円高が進みそうだ。円高は株安を連想させるので、金利上昇リスクとあわせて、政治サイドから金融政策が出口に向かうことに待ったがかかりそうだ。実際にはこのハー

図表14 2%の物価目標を達成していなくても出せるデフレ脱却宣言



出所：日本銀行、内閣府公表資料を基に筆者作成

ドルが一番厄介かもしれない。

たしかに、円高が進めば輸出企業の収益を圧迫するので、株価を抑える要因になる。同時に輸入ビジネスに携わっている企業にとって円高は輸入コストの削減につながる。輸出企業にとっても原材料の購入コストを削減する効果はある。為替の変動はプラスの影響、マイナスの影響両方あり、経済全体で見れば中立に近づくと考えられるが、「円高は日本経済にマイナス」といった認識は根強い。円高が急速に進めば、出口への歩みは止めざるを得なくなる。

米国の利上げとタイミングをあわせるというのが、現実的な対応となる。しかし、米国の利上げは19年になるとそろそろ打ち止めとの見方が強まってこよう。米国、ユーロ圏と金融政策の正常化が進む中で、日本は殿(しんがり)の役回りとなっている。今のタイミングを逃すと、日本の金融政策の正常化はまた難しくなりそうだ。

## おわりに

最初にも述べたようにデフレとの戦いは18年目に入っている。2%の物価安定の目標が達成できず、デフレを脱却できないからだ、と言ってしまえばそれまでだが、なぜデフレとの戦いは続くのか。

実は、デフレとの戦いは、勝利することよりも続けることに意義があるのではないかと。デフレ宣言もデフレ脱却宣言も出すのは政府だが、実際にデフレと戦うのは日本銀行だ。デフレ宣言が出れば、デフレ脱却宣言が出るまで、日銀に対して金融緩和を強化しろという圧力をかけることができる。デフレ脱却のハードルは高いに越したことはないわけだ。

かつては財務省(旧大蔵省)が円高阻止を理由に日銀に緩和圧力をかけることが多かったが、今は内閣府が、デフレ脱却を目指すという名目で金融政策に圧力をかけるようになった。

デフレ脱却の名の下に異次元の金融緩和が続いていれば、金利は低く抑えられて国債の利払い負担が軽減される、円安が進んで株価が上昇すればさらに居心地がよく

なる。なまじデフレを脱却して金利が上がりはじめるとこの構図が崩れてしまう。デフレとの戦いが続いてくれた方が、政治的には何かと好都合だ。

消費者物価が2%上がることが重要だと本当に信じている政治家がどれほどいるかは分からないが、円安・株高・低金利が続くことを願っている政治家はたくさんいるだろう。デフレ脱却というスローガンはそういう多くの政治家の期待に応えるものであった。そこに、デフレ脱却が日本経済のためになると信じていた一部の経済官僚が働きかけてデフレ宣言が出てきたと言える。こうして、長く終わりの見えないデフレとの戦いが始まった。

当初はデフレとの戦いに乗り気でなかった日銀も、黒田総裁誕生以降は、政府との挙国一致体制でデフレとの戦いを推進した。しかし、20年近くのデフレとの戦いの結果はどうであったか。マイナス金利が広がったが、物価が2%上がるわけではない。国債をはじめ金融市場の機能が低下し、資産運用が難しくなる一方で、財政構造は改善しない。さすがに世の中にデフレとの戦いに対する厭戦気分が広がってきているのではないかと。

そもそもこの戦いを始めてはいけなかった。円安・株高・低金利のために日銀に金融緩和をさせたい政と官が一緒になって始めた戦いと言ったら言い過ぎだろうか。分からず屋の日銀に圧力をかけて国民のために戦っているという昔ながらの日本的演出ではあるが、マイナスになろうかという異常な低金利を国民がそんなに喜んでいるとは思えない。

この戦いは早く止めなければいけない。物価が上がってくるまでもう一息と言っているうちにますます深みにはまる。2%の物価目標は簡単に達成できるものではない。それどころか、万が一本当に物価が上がってきたら国民の不満は一気に高まる。なぜ物価が上がらないのか、どうしたら物価は上がるのかといったことに頭を悩ますのではなく、緩やかなデフレを容認すれば、そもそもデフレと戦う必要はなくなる。

## 【注】

- <sup>1</sup> それまでの表現は、「0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」
- <sup>2</sup> 2%の目標は同年1月の「政府・日本銀行の共同声明」で示されたもの
- <sup>3</sup> 「量的・質的金融緩和」の導入を決めた2013年4月4日の政策決定会合後の黒田総裁の記者会見では、「2年程度で2%という目標を達成するために今回の措置を採った、すなわち、マネタリーベースと長期国債・ETFの保有額を2年で2倍にするということですが、なぜ2倍なのか、どういう根拠で2倍にすることが必要と判断されたのか、分かりやすく説明してください」という記者の質問に対して、黒田総裁は「2年で2%の物価安定目標を達成するのは、相当容易ならざることであることは事実です。しかし、これまでのように、いわばincremental（漸進的）に、少しずつ量的・質的な緩和を拡大するやり方では、このデフレから脱却して2%の物価安定目標を達成することはできないと思います。そこで現在採り得るあらゆる手段を動員して、2年程度でそれを実現するという事です。その際、例えば、GDPギャップがどの程度縮小していく、あるいはポジティブになる必要があるかとか、物価上昇期待がどの程度上昇していく必要があるかといったことなどは、色々な学者が分析し、あるいはモデルでの計算等をしているようです。そういったものも考慮しながら、現在の経済状況を踏まえ、2年程度で2%の物価安定目標に近づけ、それを実現するためには、これより少ない額では不十分であり、ここまでやれば物価安定目標の達成が可能になるということで、この額としたわけです」と答えている。
- <sup>4</sup> 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した時の日銀の公表文を見ると、①日銀保有長期国債残高については、「概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめどとしつつ」と記述されており、②マネタリーベースの残高については、「あと1年強で、マネタリーベースの対名目GDP比率は100%（約500兆円）を超える見込みである」と記述されているが、それぞれの実績は「めど」と「見込み」を下回っている。
- <sup>5</sup> 新しい枠組みの導入を受けて、本文中にある木内審議委員の提案に「資産買入額を操作目標とする枠組みとしたうえで」という文言が入った。また、増加ペースの減額の対象からマネタリーベースが外れ、長期国債保有残高が残った。
- <sup>6</sup> これに関連して黒田日銀総裁は記者会見等で、2%の物価目標はグローバル・スタンダードだという言い方をしている。しかし、国によって物価統計に違いがあり、国ごとに物価の基調の変化率に違いがあるのに、グローバル・スタンダードという理由で同じ目標を掲げるといふのは無理があろう。