

時論



みずほ証券&テクノロジーズ
理事長
中尾 武彦

**デフレ下の物価目標は
有効で適切か**

日本銀行がイールドカーブ・コントロールの柔軟化などの政策変更に乗り出している。今後の金融政策の正常化を占うに当たって、「現下のインフレに対し政策変更がビハイインド・ザ・カーブになっていないか」、また逆に「現状は2%という物価上昇の目標を安定的に満たしているか」「賃金と物価の好循環は始まっているか」などが盛んに議論されている。

しかし、日銀にとって最大のチャレンジは、インフレ目標達成もさることながら、金融政策をできるだけショックのないよう、どう正常化していくのにかにあるのではない。日銀の資産は金融緩和によって、対GDP比で2013年の30%から足元120%まで拡大した。政策修正は、政府の国債利払いや、企業や個人の借入れ、株式市場などに負担を与えるが、先延ばしすれば、そのショックはさ

らに大きくなる。

日銀の異次元緩和は、当初は金融市場の活性化、過度の円高の修正などに効果を上げたが、2%の物価目標に10年以上こたわり続けてきたことは、大きな副作用を招いている。そもそも最近の物価上昇も、エネルギーや食糧などの国際価格の上昇と円安を反映したもので、安定的な物価上昇だと見極められない理由もそこにある。物価目標とさまざまな緩和策によって、デフレ下で「期待」に働きかける政策の効果自体が問われている。

第一の副作用は、国債を大量購入し、利払いコストも抑圧することによる財政規律の喪失だ。わが国では、高齢化に伴う支出増も含めて、歳出を国債発行で賄うことが常態化している。GDPに対する公的債務の比率は260%に達しており、コロナ後も上昇し続けている。債務比率の発散は、いずれ円の暴落などを通じて超インフレにつながるリスクがあり、逆に急速な増税・歳出削減を余儀なくされてデフレを招く可能性もある。

第二の副作用は、内外の金利差を反映

した、行き過ぎた円安だ。本来、自国の通貨が安くなると生産するものや国内資産が安く買われ、購買力や国際比較の経済力が小さくなるのは憂えるべきことだ。株価は円安だと上昇しがちだが、それは輸出や海外資産の円建て評価が上がって大企業の利益が増大するためだ。円安によって円建ての輸入価格が上がり、困窮する企業も多いし、消費者は損をする。円安は分配の面でも大きな問題だ。

第三の副作用は、債券市場のゆがみや、長短金利差がなくなることによる金融セクターの機能低下だ。さらに言えば、市場経済の基本は、金利を含めた価格シグナルに応じた民間の経済活動であるはずだ。円安が国力自体も示しているとしたら、金融緩和や財政拡大、円安に頼ってきた経済の在り方にも原因があるだろう。真の経済活性化のためには、政府や中央銀行への過度の依存は慎むべきだ。

日銀のマンデートは物価の安定だとしても、それを達成するにはマクロ環境全体の安定を図ることが必要になる。日銀は、政治から中立に専門的な判断に立って、将来に禍根を残さないような金融政策を行う使命が与えられている。植田総裁は金融政策の「多角的レビュー」を行うとしているが、技術的な問題だけでなく、デフレ下における物価目標の「有効性」と「適切性」についても、副作用を含めて、虚心坦懐に検証してほしい。