

門間 一夫の
経済深読み日銀の責務は「物価の安定」で
よいのか

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2022年7月27日

デフレは金融政策では止められない

日銀の金融政策の責務は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」（日銀法2条）とされている。法律での言葉は正確には「理念」だが、「責務」と同じ意味である。「物価の安定」が金融政策の責務とされるのは、主要国に共通した考え方である。米国の連邦準備制度理事会（FRB）のように、「物価の安定」および「雇用の最大化」という二つの責務を持つ場合もあるが、いずれにせよ「物価の安定」が責務に含まれる。

しかし、金融政策で「物価の安定」を実現できるかという点、実はそれほど単純ではない。確かにインフレは、抑えようと思えば金融政策だけで抑えられる。金利には上限がないので、総需要を十分抑え込むのに必要なだけ利上げをすればよい。

しかし、デフレの場合はそうはいかない。金利はゼロ近辺が下限なので、総需要を十分刺激するのに必要なだけの利下げはできない場合がある。金利の下限が金融緩和のほぼ限界という点は、「流動性のわな」との関連で昔から知られていることである。異次元緩和も含めたいわゆる「非伝統的な金融政策」は、金融緩和が概ね限界に達した中での「せめてもの努力」にすぎない。

それにもかかわらず、なぜ「物価の安定」が金融政策の責務とされているのだろうか。今の金融政策の枠組みが世界的に定着したのは、概ね20世紀最後の20～30年間である。1970～80年代の高インフレへの反省が金融政策のテーマだった時代である。当時は「物価の安定」と言えば「インフレの抑制」のことであり、デフレはあまり意識されていなかったのだと思う。

現行日銀法が施行されたのも1998年である。ちょうどそのころ日本がデフレに向かっていたことは、歴史の皮肉と言うしかない。文言は「物価の安定」でも込められた精神が「インフレの抑制」なら、日銀法は施行と同時に時代の要請とずれてしまったわけである。

その後の約15年間はしばしば「デフレ期」と言われる。ただ、その間の物価下落は軽微であった。「2%インフレが正常値」という特別な物差しさえ使わなければ、デフレ期の15年間も「物価は概

ね安定していた」と言えないこともない。

それは、金融政策にデフレの悪化を食い止める力はあった、ということの意味するのだろうか。おそらく違おうだろう。デフレ期の15年間で、国債発行残高は450兆円も増加した。景気が怪しくなるたびにアクセルを踏み込み、デフレの悪化を防いできたのは、主に財政政策であった。「流動性のわな」への正しい処方箋は財政政策である。日本はその通りの経済政策を実践してきたのだと言える。デフレ傾向の国における「物価の番人」は、金融政策ではなく財政政策である。

金融政策はすべてのインフレを止めるわけにもいかない

時は現在に飛ぶ。この4月以降、日本の消費者物価（除く生鮮食品）は前年比2%を超える上昇率になっている。日銀の7月の展望レポートによれば、2022年度の物価見通しは+2.3%であり、さらにそれが上振れるリスクの方が下振れるリスクよりも大きいと言う。

今の物価上昇は誰も望んでいない。最近の報道等で、「物価上昇率は政府・日銀が目標としてきた2%を超えている」というフレーズを聞くことがある。みんな困っているのだし目標も超えているのだから、日銀もそろそろ物価上昇を抑える努力をしてはどうか、というニュアンスが感じられる。しかし、それは無いものねだりである。今起きている物価上昇は、原油など輸入品のコスト上昇によるものであり、国内需要が強すぎることによるものではない。

金融政策がインフレを抑える主たる経路は、利上げによる総需要の抑制である。米国のように労働需給がひっ迫し賃金も上がりすぎている状況なら、景気後退覚悟で利上げを進めることは理に適う。しかし、日本経済はなお回復の途上にある。金融引き締めで経済の回復を断ち切るのはもってのほかであり、今の物価上昇とはしばらく付き合っていくしかない。このように、「物価の安定」を「インフレの抑制」という意味に限定した場合でも、金融政策で止めることが適切ではないインフレもある。デフレと違い、強引に止めれば止められないわけではないが、弊害の方が大きい。

それでも、少なくとも形式的には「物価の安定」が金融政策の責務なのだから、政策の説明には難しさが出てくる。「物価の安定はあなた方の仕事なのに、なぜこの物価上昇を抑えてくれないのか」という人々の疑問に、中央銀行は答えなければならない。

中央銀行の典型的な答えは、「金融政策が目指す物価の安定は、あくまで中長期的な物価の安定」というものである。米国で2021年にインフレが高まり始めた時、FRBがすぐ利上げに動かなかったのも、「このインフレは一時的」という判断からであった。あとから振り返ればその判断自体は間違っていたが、「物価上昇が一時的なら対応すべきでない」のはその通りである。

一般に、物価とともに賃金が増えれば、物価上昇の持続性が強まるため、「賃金の上昇を伴う物価の上昇」なのかどうかは大きな違いである。最近、日銀が強調しているのもこの点であり、今の物価上昇は賃金の上昇を伴っていないので金融緩和の継続が必要、という説明になっている。

そうした説明を中央銀行が丁寧に行うことは重要である。しかし、「物価の安定」というフレーズがなまじシンプルで「わかりやすすぎる」がゆえに、実は「物価の安定」や「物価の上昇」にも

色々な性格のものがあり、本当はなかなか複雑なのだと説明されると、看板と中身のギャップに人々が戸惑いを感じることはあるだろう。

2%物価目標のわかりにくさ

さらに、他の中央銀行にはない日銀固有の論点として、達成できそうもない2%物価目標を堅持しているという問題がある。異次元緩和を9年続けても持続的な2%インフレは達成できていないのだから、今後も何らかの偶然による以外、2%物価目標は達成できないと見るのが自然である。

そういう目標のために、日銀は短期金利をマイナスにし、10年物の長期金利をゼロ%程度に抑え込んでいる。欧州中央銀行（ECB）はこの7月、マイナス金利から脱却した。残るスイスとデンマークも近いうちに脱却するだろう。日銀がマイナス金利を行う唯一の中央銀行になる。

10年物の長期金利をゼロ%程度にコントロールしているのは、もともと日銀だけである。他の国の長期金利が上昇している中で、日銀だけがそれをゼロ%程度に抑え込めば、円安が進みやすくなる。ただでさえ輸入コストの上昇で国民が困っている時に、せめて円安だけでもなんとかならないのか、なぜそうまでして2%物価目標を優先する必要があるのか、という素朴な疑問に、これまでのところ日銀はうまく答えられていないように思う。

為替相場は日銀の所管ではないが

その為替相場については、「日銀の所管ではない」というのが日銀の説明である。確かに、制度的には為替政策は財務省の所管である。為替介入も、実務上の代理人として日銀が使われるだけで、行為の主体はあくまで財務省である。

ただ、「何となく腑に落ちない」という感覚が人々の胸に残るとすれば、この問題の本質が制度上の「所管」ではないからだろう。金融政策は、所管はともかく現実問題として、為替相場に影響を与える。異次元緩和の初期には大幅な円安が起きた。確かにその理由を科学的に証明できるわけではないが、市場はもともと科学で動くものではない。為替相場が大きく動く時ほど、その原動力はしばしば「ストーリー」であり、金融政策がその主役に仕立てあげられてしまうこともある。

日銀も、為替相場が重要でないとは言っていない。ただ、日銀が為替相場を意識するのは、あくまで「国内の経済・物価への影響」という観点からである。「物価の安定」が責務である以上、その観点からしか為替相場を語れない立場にある。

その「物価の安定」を「持続的な2%インフレ」と具体的に定義したのが、2%物価目標である。したがって、責務との関係で言えば、2%物価目標が達成しやすくなる為替変動は「良い為替変動」、2%物価目標が達成しにくくなる為替変動は「悪い為替変動」である。日銀がその責務に対し強い責任感を持てば持つほど、日銀にとって円高は悪く円安は良いことになる。

金融政策の本当の責務

以上述べてきたように、「物価の安定」を金融政策の責務にすると、責務と能力の間に無視できないミスマッチが生じる。第一に、金融政策はデフレに対応できない。第二に、コストプッシュ型のインフレにも対応できない。第三に、為替相場に影響を与えるにもかかわらず、そのことは「物価の安定」との関係でしか政策上は意識されない。

さらに近年、金融政策が重要な役割を果たしたのは、リーマンショックやコロナ禍の際に金融市場が混乱した場面である。状況に応じた資金供給で金融市場の安定を図ることは、最も中央銀行らしい（＝中央銀行にしかできない）仕事であり、これぞ本来の責務と言っても過言ではない。ところが、こうした有事の資金供給についても、中央銀行は「それがひいては物価の安定につながる」という説明をする。その説明は間違いではないが迂遠である。金融市場の安定を維持すること自体に大切な価値がある。

為替相場については、所管が中央銀行であれ政府であれ、主要国がそれを恣意的に操作することは国際合意に反する。したがって、金融政策が為替相場への影響を意識して行われる場合は、それが責務との関係で正当でなければならない。これは、責務が異なれば、為替相場に対する金融政策の向き合い方も変化しうることを意味する。

最近のように半年で25円も円安が進行すると、メリットを受ける人とデメリットを被る人の間で大きな不公平が生じる。金融政策は資源配分や所得分配になるべく中立的であるべき、という観点も重要である。経済の健全性という広い視野で捉えた時、分配面に大きな影響を与える急激な為替変動を、2%物価目標の視点からしか見ない現行の枠組みは、果たしてベストなのだろうか。

もともと金融政策の責務が「物価の安定」とされ、さらに「2%物価目標」という形で具体化されているのは、責務を明瞭かつ狭い範囲に絞り込むことにより、金融政策の独立性と透明性を確保するという発想がある。しかし、その責務と中央銀行の能力・影響力との間にミスマッチが存在するならば、実際の政策は結局わかりにくくなる。

金融政策が行うべきことは「健全な経済の維持に資する適切な金融環境の提供」に尽きるように思う。そこには金融市場の機能維持、急激な市場変動の安定化、金融的な不均衡の防止なども含まれる。

漠然としすぎだと言われそうだが、しかし、いくら明瞭に責務を規定しても、それが実態に合っていないければ、政策運営の段階でどのみち多くの説明が必要になる。そればかりか、政策にかえて「無理」や「ゆがみ」が生じてしまう。2%物価目標さえ無くせば改善できる部分もあるが、「物価の安定」までさかのぼって考えるべき点も多い。良い答えはないが問題はあ

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。