

門間 一夫の
経済深読み

日銀は市場従属に陥ったのか

～より大きな問題は「2%目標従属」～

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 2024年9月25日

「市場従属」というほどのことではない

10年以上にわたった異次元緩和が終わり、日銀はこの春から金利を上げ始めた。するとやはり色々なことが起こる。この夏は日銀が「市場従属に陥ったのか」が話題になった。日銀の内田副総裁が8月7日の講演で「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはしない」と述べたからである¹。

「市場従属」というのは「財政従属 (fiscal dominance)」に着想を得た言葉である。その財政従属とは、「中央銀行が財政運営への配慮などから、本来利上げすべき時に利上げしない(あるいはできない)」ことを言う。インフレ高進のリスクを増やす危険な話なので、アカデミックな議論の対象にもなってきた。

政府債務の残高が大きい場合、金利のわずかな上昇でも国の利払い費は大きく増えるので、政府は利上げを望まない。また、民間金融機関が大量に国債を保有していると、金利の上昇に伴う国債価格の下落が金融システムに負荷をかける。これらの理由から、一般に政府債務残高が大きいほど中央銀行は利上げしにくくなる、つまり財政従属に陥りやすくなるとされる。だから日銀も財政従属に陥る(あるいは既に陥っている)のではないかという議論もあるが、本稿はそれには立ち入らない。

その財政従属に着想を得た言葉なので、市場従属は「中央銀行が金融資本市場への配慮から、本来利上げすべき時に利上げしない(あるいはできない)」という意味になる。やはりインフレ高進のリスクが増すので、財政従属と同様あってはならないことである。

では、先ほどの内田副総裁の「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはしない」という発言は、市場従属に該当するだろうか。内田副総裁は他に条件を付けずにそう言ったので、「本来利上げすべき時でも市場が不安定なら利上げしない」ということであり、形式的には明らかに市場従属である。しかし、実態的に考えればそうとも言えない。

第一に、ここで言う「金融資本市場の不安定」とは、発言当時の状況を踏まえれば「円高」「株安」の

¹ 内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営」2024年8月7日。

ことである。円高や株安の時にインフレの上振れリスクが大きい可能性、すなわち「本来利上げすべき状況」にある可能性は、きわめて低いと考えられる。この点、財政従属に関しては、積極財政で政務債務が膨らんでいる時こそ、インフレ圧力が増して「本来利上げすべき状況」になりやすいという関係性がある。つまり、財政従属は実際にありそうなジレンマに関する問題であるのに対し、「円高・株安なら利上げしない」という考え方がジレンマに直面する状況は想定しにくい。

第二に、「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはない」という内田発言は、厳密なコミットメントなのかどうか疑わしい。本当に利上げが必要な局面になれば、見ようによっては市場が多少不安定でも、日銀は粛々と利上げするのではないか。「市場が不安定」という言葉には解釈の余地があるので、それでも「嘘は言っていない」と説明できるだろう。

以上を踏まえれば、「日銀が市場に配慮しすぎて過度なインフレを引き起こす」ことは考えにくい。もちろん、日銀が情勢判断の誤りからインフレ抑制に失敗することはありうるが、それは2022年の米欧のケースのように、どの中央銀行にも起こりうる話であって、市場従属とは無関係である。

それでも「広義の市場従属」を巡る論点はある

過度なインフレを引き起こすリスクは乏しいとしても、8月7日の内田発言が「市場への情報発信として適切だったのか」という論点はある。批判的な声として筆者が見聞きしたのは、①市場規律の毀損、②情報発信の振れ、③市場からの独立性の欠如、の3類型に概ね当てはまる。

第一に、市場は変動するものであり、「利上げしない」とまで言ってそれを抑えようとするれば、健全な市場機能が損なわれる、あるいは市場規律が緩むとの批判がある。「いざとなれば中央銀行が助けてくれる」と思えば、市場は過度なリスクテイクに走り、市場が将来さらに大きく変動する素地を作ってしまうかもしれない。モラルハザードと言われる問題である。

一方、大幅な株安や円高が続けば経済・物価に悪影響が及びうるのは確かなので、内田発言のように金融政策がそのことを考慮するのは当然である。そのうえで中央銀行が具体的にどう語るかは、あくまでバランスの問題であり、リスクの程度に釣り合う言葉を選択するという事に尽きる。同じ8月の市場変動について欧州中央銀行（ECB）のシュナーベル理事は、「金融政策は市場の変動に過剰反応してはならず、経済・物価動向の評価に導かれなければならない」と述べている²。市場の混乱からやや時間を置いた月末時点の発言なので、内田発言と単純には比較できない。しかし、8月上旬の時点でも、「利上げしない」ではなく「市場の動向を十分注視する」でもよかったのではないかと、という疑問は残る。

第二に、日銀が利上げした7月末には植田総裁がさらなる利上げ継続に強い意思を示し、そのタカ派ぶりに市場が驚いたばかりだったので、その1週間後の「利上げしない」発言はあまりに振れが大きい、という批判がある。もちろん、その間に為替や株価が大きく変動し、1週間で状況そのものが変わったことは確かである。したがって、これも先ほどと同様バランスの問題ということになるが、結果として「振れすぎ」という印象を残したことは、日銀の情報発信に対する市場の信認を低下させた。

² Isabel Schnabel “The euro area inflation outlook: a scenario analysis” August 30 2024.

第三に、内田発言が直接該当するわけではないが、この発言に触発されて、「中央銀行が市場から独立していないと、市場がかえって不安定になる」という本質的な問題を、改めて指摘する声もあった。これは昔からある議論であり、米国の連邦準備制度理事会（FRB）で副議長を務めた経済学者アラン・ブラインダーは、「自分の尾を追う犬」「鏡に映った自分」などの比喻でこれを説明した³。

例えば、金融市場が利下げを織り込んでいる時、「織り込み通りに利下げしないと市場に悪影響が出る」と中央銀行が考えて、本来利下げすべきではないのに利下げするとしよう。本来利下げすべきではないのだから、この利下げはインフレの上振れリスクを高めることになる。そういう利下げを観察した市場は、「この中央銀行はやはりハト派だ」という見方をますます強め、さらなる利下げを織り込みに行く。再びその織り込みどおりに実際に利下げされ・・・という無限ループにはまると、どこかで大きな軌道修正が必要になる。このように、中央銀行の市場追随が物価や市場を不安定にする問題は「円環性問題（circularity problem）」とも呼ばれる。

変化した日銀の政策反応関数

円環性問題を回避するため、中央銀行は市場に安易に追随せず、あくまでみずからの考え方を貫いて政策を決めるべきとされる。それが「市場からの独立性」である。しかし、金融政策が市場にとって絶えずサプライズやノイズになることは、やはり避けた方がよい。その問題も同時に解決するには、市場が政策を常に「正しく」織り込む状態にすればよく、そのためには中央銀行の適切な情報発信（コミュニケーション）が重要になる。つまり、中央銀行がみずからの政策反応関数（＝どのような状況に対してどう政策を調整するか）について、市場に正しく認識してもらい継続的な努力が必要なのである。記者会見や講演はそのためにある。

内田発言の「強すぎる言い方」「発言の振れ」についても、その原因をさかのぼって考えれば、日銀の政策反応関数がいまいで、それを市場と共有できていなかったことに帰着するように思われる。少し説明が要るので時計の針を戻そう。

本年3月のマイナス金利解除の後、市場では日銀が追加利上げに慎重との見方が広まり、それが一時160円台に達した歴史的円安の一因になった。国民の怨嗟の声に慌てた日銀は、7月に追加利上げを決め、かつ植田総裁が先行きの利上げ姿勢も鮮明にする。そうした日銀の姿勢の変化を事前に織り込み切れなかった市場は、日銀のタカ派急変に驚き、たまたまその直後の米国雇用指標が悪化した不運もあり、円キャリートレードが大きく巻き戻された。それによる急速な円高・株安にもう一度慌てた日銀が、今度は一転、ハト派急旋回したというのが、本稿で題材にした内田発言の顛末であると言ってよいだろう。

以上の解釈には筆者の私見も混ざっているが、この先は私見の度合いが増すと断ったうえで述べると、春から夏にかけて、日銀の政策変数関数に重要な変化があったように見える。日銀はその変化を市場に伝える努力はしたが、上記7月の実際の利上げまで、それは十分には伝わらなかった。

³ Alan S. Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, 1998 (アラン・ブラインダー『金融政策の理論と実践』河野龍太郎・前田栄治訳, 東洋経済新報社, 1999年)。

何が具体的に「変化」したのかと言うと、円安に対する日銀の姿勢である。春の段階で日銀は、「輸入物価の上昇」による物価の上昇、したがって円安による物価の上昇は、必ずしも2%物価目標への前進を意味しないという考えだった。輸入物価による物価上昇を「第1の力」、賃金による物価上昇を「第2の力」と呼び、日銀の政策に重要な影響を与えるのは後者だと切り分けて説明していた。夏にかけて加速した円安は、4月の記者会見における植田総裁の「失言」のせいだと受け止められているが、それはあくまで表面上の話であって、日銀の政策反応関数そのものが為替をあまり重視しないものだったのである。

確かに制度論で言えば、為替は日銀の政策対象ではないので、基調的な物価上昇率がまだ低いと日銀が判断する限り、円安の放置は筋が通っている。問題は、それが国民の感覚とはかけ離れていたことだった。「円安を止めてほしい」というのが国民の思いであり、その声を代弁し政財界のリーダー達は円安批判を強めた。その状況が無視できなくなった日銀は、政策反応関数における為替のウエイトを引き上げていく。だから7月の利上げの際は、「円安が物価見通しの上振れリスクになる」ことを利上げの理由として強調した。

問題は「市場従属」ではなく「2%目標従属」

初期段階で日銀が為替にあまりウエイトを置かなかったのは、結局のところ「2%物価目標」の絶対的重視による面が大きかったと考えられる。確かに、2%物価目標に忠実な中央銀行の立場で考えれば、円安によって物価上昇率が2%を超えているだけでは安心できず、賃金や個人消費の強さによる物価の上昇、すなわち「基調的な物価上昇率」がもっと2%へ近づくのを待ちたい、ということに当然なる。

しかし国民にとっては、原因が為替でも賃金でも、現実には起きている物価上昇が物価上昇のすべてである。「基調的な物価上昇率」というのは日々の生活では見えない架空の物価上昇率であり、それが低いから円安でよいのだと言われても、その説明を理解できる国民、まして共感できる国民は少ない。

国民の共感が得られない政策反応関数は、結局は修正を余儀なくされる。その修正自体は適切だったと思うが、修正の事実を市場と共有するには日銀の情報発信が不足していた。それがこの春から夏にかけて起きたことのエッセンスだったと考えられる。内田発言を単体で捉えて「市場従属」かどうかを問うのはあまり意味がない。そこ至る混乱の連鎖が、初期時点における硬直的な政策反応関数、いわば「2%目標従属」によって生じたのではないか、という教訓の方がはるかに重要である。

●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。