

ポイント

購入国債の満期構成の長期化や規模拡大を
 実体経済への伝達経路の丁寧な説明が重要
 「ハイパーインフレを招く」との見方は誤り

伊藤 隆敏 東京大学教授

3月20日、日銀新総裁に黒田東彦氏が就任した。新総裁・副総裁が最初の金融政策決定会合で、どのような画期的な金融緩和を打ち出すのか、市場の注目が集まっている。

昨年11月中旬以降、安倍晋三首相（自民党総裁）は大胆な金融緩和を求めて日銀に政策転換の圧力をかけ続けた。今年1月22日、日銀は「インフレ率2%を目標とする」という政府との共同文書に署名し、日本もついにインフレ目標採用国の仲間入りをした。

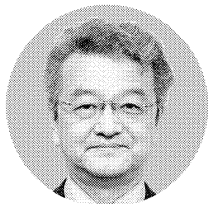
2013年3月25日
 日本経済新聞朝刊19頁

経済教室

筆者の近著「インフレ目標政策」でも書いたように、日本で十数年続いてきたインフレ目標政策を導入すべきかどうかという論争によりようやく終止符が打たれた。次の課題は、日本のようなデフレが長期間続いた経済においてインフレ目標政策と非伝統的金融政策によりインフレ率を2%に持つていくことができるのか、その手段は何かという点である。これが、まさに黒田新総裁の課題である。

1月22日の決定では、インフレ率2%という目標数値を発表する一方、その手段については力不足だった。量的緩和の具体的手段は、無期限の金融緩和（毎月13兆円の国債購入）を2014年1月から実施するというものだ。しかし買入れ資産の満期は非常に短期のものであるため、残

高は1年かけても10兆円しか増えない。バランスシートの増加率で見ると、今年よりも来年は鈍化することになる。黒田新総裁はこの量的緩和（バランスシートの拡大）に



時間がかかるかもしれない。

15年間のデフレの中で日銀が軽視してきたのが、金融政策から実体経済への伝達経路を丁寧に説明することであり、将来のインフレ率の「期待」に働きかけることである。10年10月の「資産買入等の基金」設立（包括緩和）以降、日銀は買い取り資産の種類を拡大（上場投資信託、不動産投資信託）やバランスシート

日銀新総裁の課題①

「期待」への働きかけ強化を

ついで、購入する国債の満期構成の長期化、規模の拡大にまず取り組むのが適切だ。この点は国会の所信聴取でも触れられているので、既に市場に織り込まれているかもしれない。そういう意味では、市場の期待を上回るような画期的な金融緩和が求められており、新総裁の手腕の見せどころになる。とはいえ総裁・副総裁でも金融政策決定に必要な9票のうち3票しかない。審議委員6人が新総裁と同じ方向を向くよう説得に

がるかの説明よりも副作用に関する説明が印象に残った。

旧体制ではインフレ率が1%に近づきつつある。きつと金融引き締めをするに違いないと民間は思っていた。期待インフレ率はあまり上昇せず、たとえ政策金利がゼロでも、借入金利から期待インフレ率を引いた実質金利はプラスのまま推移していたことを意味する。これでは、消費も投資も大きく反応しなかったのは当たり前だ。

現在、米連邦準備理事会（FRB）を含めてインフレ目標政策を採用している多くの中央銀行では、インフレ期待を2%近辺に保つために、市場とのコミュニケーションを重視している。今後のインフレ率の見通しや、政策手段へのコミット（関与）を具体的に述べることで、期待に働きかけている。日銀の新執行部は、実際のインフレ率が上がるよ

緩和効果、説明丁寧

「通貨戦争」の批判当たらず

の拡大という手は打ってきたが、それがどのようにデフレ脱却につながるかの積極的な説明がなかった。政府からの圧力で、小出しに政策変更してきたという批判がある。

日銀自身がこうした政策の効果に懐疑的であるということが総裁記者会見などでにじみ出ていたことが、十分な効果を持たない大きな要因だったのではない。包括緩和がどのようにデフレ克服につな

うに量的緩和の中身と規模の拡大に努力するとともに、インフレ期待を2%近辺で維持するようコミュニケーションに注力することが肝要だ。

日銀は10年以降の量的緩和でかなり資産規模を拡大してきたが、インフレ率は上がらなかった。ゼロ金利で手段は尽きた、量的緩和は効かないという人もいる。インフレ目標政策に懐疑的な人の中には、インフレ目標を設定するだけでは消費者も企業もそれを信じないので、期待インフレ率を上げられないという人もいる。そうだろうか。

金融政策が効果を持つかどうかは、手段（金利の上げ下げ、資産買入れの額や中身）にもまして、市場とどうコミュニケーションをとるかが重要だ。新総裁が表明したように、2%目標を達成するためには何でもやるという姿勢があれば、市場は好感する。

その証拠に、安倍首相のインフレ目標政策推進の発言や、政府と日銀の共同文書作成を受けて、11月中旬から直近まで、為替相場は2割円安になり、株価は4割上昇した。行き過ぎた円高の是正や貿易収支の赤字定着による円安進行の側面もあるが、将来の金融緩和に期待している側面も重要だ。株価上昇についても、円安による輸出企業の業績回復を見越した面もあるが、金融緩和が続くという安心感から中长期金利動向に敏感なセクターの株価上昇が起きたという面もある。

中央銀行の行動パターンが変わると期待されて、市場が大きく反応したことは、宣言だけでは何も変わらないという意見の反証となっている。

こうして期待が変わって、資産効果という伝達経路があれば確実に実体経済に影響を与えインフレ率を上げられる。

円安、株価上昇が起きることで、経済全体が明るくなり、資産効果から消費や投資も上向くのではないかと期待されている。量的緩和の伝達経路には、伝統的な銀行貸し出しのチャンネルのみならず、資産効果や為替を通じた効果なども含まれている。これらの点について、欧米の中央銀行は臆することなく説明している。なお、金融緩和による円安を「通貨戦争」と批判する人もいるが、為替介入をしていないこともあり、この批判は全く当たらない。無理やりインフレを起こす

ことを「リフレ」と呼び、いったんインフレが起きると止まらなくなる危険がある、さらに金利が高騰して財政危機が起きると批判する人もいる。しかし、この「リフレ」ハイパーインフレ論は、インフレ目標政策のことを全く理解していないものである。インフレ目標政策は、現在の日本ではデフレ脱却を意味するが、本来は2%を安定的に維持する政策だからだ。

また、日銀の旧体制にもそうした傾向があったが、株価上昇を「バブルの再燃」として警戒する人もいる。しかし、少しでも株価が上昇するとバブルだというのはおかしい。実体経済の景気が良くなり、企業業績が改善すれば株価の上昇は正当化できる。重要なのは、特定産業に集中して過剰に融資されることを未然に防ぐなどして、株価・地価下落が金融システム不安に結びつかないようにすることだ。

それには金融システム監督政策が鍵を握る。国際的にも議論はあるが、バブルへの対処には金融システム監督の様々な規制が重要だというのが主流の考え方である。金融政策の目標は中期的な消費者物価の安定（インフレ率2%）であり、将来バブルに発展するかもしれない株価上昇を初期の段階で心配して、不況に耐えてでも金利を上げるといっものは間違いだろう。

黒田新総裁の下で正しいインフレ目標政策を採用して、インフレ期待を2%に誘導・維持したうえで、大胆な量的緩和による様々な伝達経路を探る、さらに市場とのコミュニケーションを向上させるといことが重要だ。インフレ目標政策の骨格は1月22日にできたが、それに肉づけをして魂を吹き込むのは新総裁に委ねられた役割である。

いとう・たかし 50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融