

〔論 説〕

日本銀行の「量的・質的金融緩和」の導入に関する一考察  
—2%の「物価安定の目標」を中心として—

齊 藤 壽 彦

目 次

はじめに

I 2%の「物価安定の目標」の設定過程

- 1 インフレーターゲット設定論と日本銀行の物価安定目標否定論
- 2 日本銀行の「中長期的な物価安定の理解」
- 3 日本銀行の「中長期的な物価安定の目途」
- 4 2%の「物価安定の目標」の設定—政府・日本銀行の政策連携（共同声明）—

II 2%の「物価安定の目標」の実現を目指して

- 1 2%の「物価安定の目標」の実現志向
- 2 2年程度の期間での2%の「物価安定の目標」実現のコミットメント
- 3 「インフレ期待」、物価上昇期待への働きかけ

III 2%の「物価安定の目標」達成のための「量的・質的金融緩和」（「異次元緩和」）手法の導入

- 1 「量的・質的金融緩和」の内容のポイント
- 2 「量的・質的金融緩和」の波及経路
- 3 「量的・質的金融緩和」の評価

むすび

はじめに

日本銀行の「量的・質的金融緩和」（異次元金融緩和）が導入されてから10年を経過した。今後の日本銀行がこの政策を継続するか、それともそれからの出口戦略を策定するかが現在問われている。この問題を考える場合には、従来の「量的・質的金融緩和」の目的やその効果と副作用などを検討しなければならない。

日銀の「量的・質的金融緩和」に関しては、これまでに数多くの研究がなされている。

同政策が私もこれまでに数本の論文を発表してきた。同政策は2%の「物価安定の目標」の実現を追求したが、目標は達成できなかった、その政策には効果があったが、その効果には限界があり、それは副作用を持つものであった、ということが明らかにされている。だが、10年を経過して、新たな資料が公表されたり、超金融緩和政策のもたらした結果を客観的に分析する資料が揃ったりしてきており、「量的・質的金融緩和」政策の新たな研究が可能となっている。

「量的・質的金融緩和」政策を評価するためには、その政策がどのような経過を経て導入されたかを究明する必要がある。これによって、この政策の推進者は何を狙っていたの

か、その目的を達成する条件は備わっていたか、その目的は達成できたのかなどということを変更して明らかにする必要がある。

本論文においては、「量的・質的金融緩和」が目標としていた2%の「物価安定の目標」の導入の経過を特に考察して、この目標導入の根拠を明らかにする。またこの目的を達成するために採用した手法を明らかにし、その手法の効果を検討したい。

## I 2%の「物価安定の目標」の設定過程

### 1 インフレターゲット設定論と日本銀行の物価安定目標否定論

#### (1) インフレターゲット設定論

「量的・質的金融緩和」を基礎づけたのは2%の「物価の安定目標」の達成を目指すことである。この達成目標がどのような過程を経て決定されたかをまず考察してみよう。

日本銀行によれば、「物価の安定」を概念的に定義すると、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」となる。

中央銀行が物価の安定を図るために公表する物価上昇率を物価目標、あるいは物価安定目標と呼ぶ。代表的な物価目標にはインフレーション・ターゲット（対前年比物価上昇率目標、インフレ目標、inflation target）と物価水準目標（過去のある時点を基準とした将来の物価上昇率目標）とがある。インフレ目標達成政策（インフレーション・ターゲティング（inflation targeting）はインフレ率の目標達成を目指し、これにより物価を安定させようとするものである。

我が国経済がデフレーションに陥った状況のもとで、物価の安定をどのように達成するかが大きな問題となった。この方策としてインフレターゲット設定が提起された。

1990年のニュージーランドを皮切りに、カナダ（1991年）、イギリス（1992年）、スウェーデン（1993年）、オーストラリア（1994年）と各国中央銀行がインフレ目標政策を採用するようになった。この政策はコミットメント重視型金融政策の一つとしての物価安定目標政策の一形態をなすものである<sup>(1)</sup>。

インフレターゲット政策は、日本以外の先進国では、高止まっていたインフレ率を適度な水準へ引き下げることを目指すものと理解されている。

だが日本でこれを採用するかどうかを議論する場合には、これは低落している物価を適度な物価水準に引き上げるものとしてとらえられたのである。

インフレ目標政策が成功を収めるためには、①中央銀行が物価に対して制御可能性をもっていること、②掲げられたインフレ目標に対して、中央銀行がその実現に向けた努力を示し、③その努力が成果をもたらすこと、が必要である。中央銀行がインフレ目標を導入し、それに向けて努力しても、それが成果を出さなければ人々は「中央銀行を信認」できず、インフレ目標は成功しない<sup>(2)</sup>。

我が国では1998年にデフレ経済に突入して以降、デフレの下での金融政策をめぐっては小宮隆太郎他編（2002）にみられるように論争が展開されてきた<sup>(3)</sup>。

インフレターゲット政策論は通貨当局がインフレ率について数値目標を設定し、それを達成するために金融政策を運営すべきであるという議論である。この理論をデフレ下にお

いて活用しようとした代表的なものとして、岩田規久男（2001）や原田康・岩田規久男編（2002）をあげることができる。岩田規久男教授らの主張は、日銀が将来一定のインフレ率を一定期間に達成することを明らかにすることにより、人々のデフレ期待（予想）をインフレ期待（予想）に反転させてデフレからの脱却を図るべきであるということである。デフレ対策として通貨当局がインフレターゲット（インフレ目標）を設定すべきであるというこのインフレターゲット論は政府・与党関係者の中に一定の支持を得た。

我が国のインフレターゲット論の理論構造は次の通りである。デフレ経済は、過剰債務を抱えた企業の債務の増加、実質金利や実質賃金の上昇による企業の収益圧迫を通じた企業の設備投資抑制など、さまざまな悪影響をおよぼしているが、デフレは構造的要因よりも貨幣的要因によって生じている。デフレは通貨の保蔵・退蔵によるところが大きい。これを防ぐにはデフレ期待を解消して需要を創造することが有効であり、この対策は、日本銀行が金融緩和政策を採用するほかはない。このような立場に立つ人々をリフレ派とよぶ<sup>(4)</sup>。

1998年4月に日本銀行審議委員となった中原伸之氏は新しい日本銀行の初代政策委員会のメンバーの中で金融緩和に最も積極的であった。同氏は1999年以来インフレーション・ターゲティングや「物価目標付きマネタリーベース・ターゲティング」の導入を主張していた。これによって日本のデフレ期待を払拭し、経済活力の復活、デフレからの脱却と健全な経済発展を図るべきであると主張していた。その実現のためのマネタリーベースの拡張、量的金融緩和を実施すべきである、と主張していた<sup>(5)</sup>。

中原伸之氏の主張に対しては、フォワード・ルッキングな政策運営であるインフレ・ターゲティングの目的を達成するためにはあらゆる情報網と専門能力を動員して、国民に対し最大限の説明責任を日本銀行が果たさなければならない、ということが宮尾龍三蔵氏によって指摘されている<sup>(6)</sup>。

## (2) 日本銀行のインフレターゲット導入否定論

デフレが貨幣現象であるとはいえない。我が国のデフレ経済の下で起きていたことは、商品の取引に対する貨幣の供給不足による貨幣価値上昇に伴う物価下落ではなく、金融超緩和下での商品の構造的需要不足などによる物価低落である。金融緩和政策やこれによるインフレ期待でデフレが解消出来るわけではない。中央銀行が一定の物価上昇率を実現すると宣言したからといって、経営者や消費者がそれを鵜呑みして期待インフレ率が高まるわけでもない<sup>(7)</sup>。

岩田規久男教授らの主張に対しては小宮隆太郎教授らの批判があった。

リフレ論者の日本銀行批判に対して日本銀行では物価安定目標の設定に消極的な姿勢を取り続けた。

日本銀行は、当初（2000年以後）、その導入を否定した。日本銀行は2000年10月に「『物価の安定』についての考え方」を公表し、この中で、「物価安定の定義」を特定の数値で示すことは困難であり、適当ではないとした。物価低下圧力が作用している状況下では、短期的な「経済の健全な発展と整合的な物価上昇率」は、長期的にみた「経済の健全な発展と整合的な物価上昇率」よりも低めになっている可能性が高い、経済の発展と整合的な「物価の安定」の定義を特定の数値で示すことは困難である、そうした中で、仮になんらかの数値を公表しても、現実の金融政策運営に関する信頼に足る指針にはなり得ない、し

たがって、インフレーション・ターゲティングを採用することは現実的ではない、と日銀政策委員会は数値化に関して結論づけたのである<sup>(8)</sup>。

1998年に日本銀行総裁に就任した速水優氏は、2000年3月の講演で、本来のインフレ・ターゲティングは、金融政策の透明性を高め、「物価の安定」に対する「信認」を強める手段の一つである、しかしわが国におけるその議論は、(インフレ率の低下ではなくて)インフレ率の引き上げ論である、現在の日本経済が必要としていることは、実質経済成長率の上昇であって、インフレ率の上昇ではない、と述べている<sup>(9)</sup>。

2002年12月17日の日本銀行の金融政策決定会合で、速水優日銀総裁は、物価目標の導入を否定した。速水総裁は経済の再生とデフレ克服のためには、構造問題の解決を通じて日本経済を持続的な成長基調にもどし、民間需要を伸ばすことが最も重要だと考えていた。インフレ目標の設定については、十分な裏付けのない宣言でインフレ予想を高めていくことは難しいとみなした。またそうした宣言を行うこと自体が政府の政策も含めた政策運営全般への「信認」を損ないかねないとみなした。また、インフレ予想の高まりが、需給バランスの改善や経済活動水準の高まりによるものではなくて、将来中央銀行が十分な政策対応ができなかったり、日本経済そのものへの「信認」を危うくするような手段が取られるとの予想に根差したりするような場合には、それは日本経済を大きなリスクに晒すことになり、それは政策として適当ではない、重要なことは、日本経済が持続的な成長に復帰できる明確な道筋を示すことであると、速水総裁は主張したのである。同総裁はインフレ目標の設定が日本銀行などに対する信認の毀損を招いたり日本経済を無謀な賭けに晒したりすることを恐れたのである<sup>(10)</sup>。

2003年に日銀総裁となる福井俊彦氏も、インフレ目標の導入に反対していた<sup>(11)</sup>。

日本銀行は、消費者物価指数の前年比変化率が安定的ゼロ%以上となるまで金融緩和政策を続けるということをコミットメント(将来の金融政策の方向性を約束)する「時間軸政策」を行っていた。その効果によって、長めの金利の低位安定を図っていた<sup>(12)</sup>。この政策はゼロ金利政策(1999年2月～2000年8月)の採用時に初めて導入されたものであった<sup>(13)</sup>。だが福井総裁はこのコミットメントをインフレターゲットとはみなさなかった。福井総裁は、2003年6月における講演において、インフレーション・ターゲティングには、インフレ期待が台頭して将来の予想インフレ率が目標値を上回るようになると、たとえ現実の物価指数変化率が未だ目標値をかなり下回っていても、政策金利の引き上げにつながるということになるという問題があることを指摘した。また、同総裁は、日本銀行がターゲットを設定し、それをアナウンスしても、それを実現する手段を日本銀行が有し、経済活動の刺激につながる経路を具体的に示せなければ、ターゲットは「信認」を得られなくなるとも述べている<sup>(14)</sup>。同総裁は、インフレ目標導入には、それが達成できなくなった場合に「日本銀行の信認」が低落する恐れがあることを指摘したのである。

政府内でも財務省は2002年にインフレ目標に慎重であり、黒田財務官はこの導入を主張していたものの、将来物価上昇が予想されれば長期金利が上昇し、国債の発行コストが上昇することを危惧したのである<sup>(15)</sup>。

2003年に自民党内においてインフレ目標に対する意見はまとまっていなかった。

福井総裁はインフレ目標の導入に反対し続けた。その理由は、①それを採用した国はインフレ率を引き下げるために導入したのであって、デフレ下でインフレ目標を導入した国

はない、②インフレ目標を宣言するだけではインフレ期待を引き上げることはできず、できない目標を設定することは日本銀行に対する信頼・信認を損なうことになるということであった。小泉首相もインフレ目標に否定的であった<sup>(16)</sup>。

インフレターゲット政策はデフレではなくインフレに対する対策である、デフレ克服のためには構造問題の解決が必要である、インフレ目標を設定してそれが達成できなければ日本銀行の信認を損なうことになる、と日本銀行は考えたのである。

## 2 日本銀行の「中長期的な物価安定の理解」

日本銀行は、2006年3月に至り、金融政策決定会合で「中長期的な物価安定の理解」(“Understanding of Medium-to Long-Term Price Stability”)という表現を用いて、物価安定の数値表現を導入するようになった。政策委員会委員が考える物価安定の状態とは、「消費者物価指数の前年比2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度であった。ここでは「目標」ではなく「理解」というあいまいな言葉が使われている<sup>(17)</sup>。この決定は、2001年以降5年間続いた量的緩和政策の解除にあたって、外部からの批判を部分的にかわすために、以前から導入を求める声が強まっていた物価目標に一步近づいたものと推察される<sup>(18)</sup>。

「理解」は、各政策委員会委員が考える物価安定の数値を表したものである。

「理解」という表現が用いられたのは、政策委員会として物価安定の数値的イメージを伝える必要性は全員認識していたが、政策委員の見解にかなりのばらつきがあり、物価が安定していると各委員が理解している物価上昇率を個別に提示してもらったうえで、それらを包含する範囲で数値表現を行い、これを「理解」と命名し公表するという方法をとることにしたためである<sup>(19)</sup>。

上記の「理解」では、物価の安定とは概念的にはゼロ%の状態であると考えられるが、安定的物価上昇率が0~2%程度で概ね1%であると理解されたのは次のようなことが考慮されたためである。第1は、消費者物価指数の上方バイアスである。消費者物価指数はすべての家計が基準時点の・サービスを購入し続けると仮定して物価変動をとらえようとするものであり、価格下落が著しい新製品が売り出されても、それが指数に反映されず、指数の上昇率が幾分高めとなる傾向があるということである。第2に、物価下落や景気悪化というリスクに備えて、あらかじめある程度の物価上昇を容認するという「のりしろ」が必要であるということである。

中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率が海外主要国よりも低めであったのは、我が国の物価上昇率が海外主要国と比べて低かったという過去の経験が考慮されたからであった。

2008年に日本銀行総裁に就任した白川方明氏は、デフレの根本的な原因は経済全体の供給能力に比べて需要が弱いことであると捉え、デフレ脱却のためには「短期的な需要創出努力と生産性向上を反映した中長期的な所得増加期待の達成という2つの対応」が必要であると述べた。これが日本経済のデフレに対する当時の日本銀行の基本姿勢であった。

金融政策運営においては、日本銀行はインフレターゲットの導入ではなく、「中長期的な物価安定の理解」を念頭に置いた運営に努めた<sup>(20)</sup>。

### 3 日本銀行の「中長期的な物価安定の目途」

2009年に民主党政権が成立したが、デフレ下で同党内にはインフレ目標の提唱が見られた。白川総裁は高めの数値目標に難色を示した。だが、政治と市場の圧力を受け、日本銀行は2012年2月に「中長期的な物価安定の目途」(the “Price Stability Goal”) 1%の導入を決めた<sup>(21)</sup>。

「目途」というあいまいな言葉が用いられたのは「目標」という言葉を避けるためであったともいえるが(伊豆久(2015)48-49ページ)、「理解」が「目途」に変わったのは、第1に、「各政策委員の見解」ではなく、「日本銀行としての判断」を示すためであった。

第2に、物価安定の領域として「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラス」としたうえで、「当面は1%を目途とする」ことを明確にするためであった。

第3に、実質的なゼロ金利政策などの強力な金融緩和政策の継続期間に関する約束、いわゆる時間軸政策との結びつきを強めるためであった。第3についてさらに言えば、時間軸政策は中央銀行が金融緩和政策を長期間にわたって継続すると約束するもので、政策金利の低い状態が長く続くという約束が市場参加者に信頼されれば、それによって、長期金利を引き下げることが働くことになるというものである。この時間軸政策の強化を図り、金融緩和姿勢を明確にするために「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により強力に金融緩和を推進していく」という新しい時間軸政策を採用したのである<sup>(22)</sup>。

日本銀行が「目標」あるいは「ターゲット」という表現を使わなかったのは、金融政策が一定の物価上昇率と関係づけて機械的に運営されるのを避けて、中長期的にみて物価や経済の安定を重視して運営されるようにするためである。日本銀行は、中長期的に目指す物価上昇率について、固定的なイメージの強い「目標」という表現を使わずに、「目途」という表現を用いて、これを原則として1年ごとに見直してしていくこととしたのである。

日本銀行は自らの責務と整合的と考えられる物価上昇率を数値で示せばよいと考えて、イングランド銀行では「ターゲット」、FRBでは「ゴール」という言葉を用いたのに対して「目途」という表現を用いたのである<sup>(23)</sup>。

「目途」の方が「理解」よりも政策的な達成努力義務のある「目標」に近い表現であるといえる。日銀は物価目標導入に依然として慎重であったが、物価目標導入に一歩近づいたといえよう<sup>(24)</sup>。

白川総裁は、各国中央銀行の金融政策運営の枠組みは次の3つの点でかなり収斂してきていると述べるようになった。第1は、自らの責務と整合的と考えられる物価の上昇率を数値で示すことである。第2は、物価安定の数値表現を政策運営において活用する際に、短期的な物価動向ではなく、中長期的にみた物価や経済・金融の安定を重視する度合いを強めてきていることである。第3に、主要中央銀行が公表する経済・物価見通しは、従来よりも幾分長い期間を視野に入れたものになってきており、また、見通しの背後にあるメカニズムについての評価において、中長期的な観点をより重視するようになってきていることである。同総裁は日本銀行の政策運営はこのようなものであるべきであると考えていたのである<sup>(25)</sup>。「目途」は中長期的観点から決められたのである。

2012年上半旬当時、日本銀行はデフレから脱却し、物価安定の下での持続的成長経路に復帰するための金融緩和政策を推進しており、日本の金融環境はきわめて緩和的になって

いた。にもかかわらず、同行は金融緩和政策が不十分であるとの批判を受けた<sup>(26)</sup>。

この政策評価のためにはデフレの原因が一体何かということを明らかにする必要がある。白川総裁は、賃金の下落傾向が我が国のデフレの1要因であることを指摘している<sup>(27)</sup>。

同総裁はまた、デフレは一般物価水準の下落であって、その背後には供給に対して需要が不足しており、この需要不足の背後には、成長率の低下があるとみている。この成長率の低下によって、家計部門では将来の所得に対する不安が強まり、個人消費が伸びず、企業部門では将来のための投資活動を抑制することとなり、起業や家計の支出活動の萎縮がさらに現実の成長率を引き下げ、それが成長期待の低下をもたらすという悪循環につながると述べている<sup>(28)</sup>。特に、日本が直面している急速な人口高齢化が成長率を引き下げたと考えていた。白川総裁が急速な高齢化の進行が大きな問題であると考えたのは、日本経済にとって成長率を規定する成長率が徐々に低下していることが日本にとって大きな問題となっており、その大きな要因が急速に進んでいる高齢化であると考えたからである<sup>(29)</sup>。白川総裁は、日本経済にとって成長力強化がデフレ脱却よりももっと重要な、最重要課題であると考えており、「日本経済の成長力、成長期待を強化することが不可欠であり、それなしにはデフレ問題の解決はできない」と主張したのである<sup>(30)</sup>。

同総裁は、デフレからの脱却のためには、民間企業、金融機関、政府がそれぞれの役割に即して成長力強化の努力を続けていくことが重要であり、日本銀行の役割は緩和的な金融環境を維持してそれらを金融面からの後押しをすることであると述べている<sup>(31)</sup>。日本銀行は、金融政策だけでは日本のデフレ脱却は困難であると考えていたのである。

経済・物価情勢の見通しについては、消費者物価は当面の目途である1%を見通せるような状況にはないと白川総裁は捉えていた<sup>(32)</sup>。

このようなことが日本銀行の見解であった。

日本銀行は『経済・物価情勢の展望』2012年10月版において物価上昇率「1%」を目指して金融緩和を推進していくことを公表していた。この1%という数値が「2012年10月30日に「デフレ脱却に向けた取組について」という日本銀行と民主党政権下の内閣府・財務省との間で取り決められた文書の中に盛り込まれた。「中長期的な物価安定の目途」を目指すとするれば、対前年比物価上昇率1%を目指すことが当時の日本経済の実力からいって妥当であったのであろう。

#### 4 2%の「物価安定の目標」の設定—政府・日本銀行の政策連携（共同声明）—

##### (1) 政府・日銀による2%の「物価安定の目標」設定過程

多くの中央銀行が物価上昇率を抑えるために物価目標を導入したのに対して、日本では日本銀行は、物価上昇率を引き上げるためにその導入を求められていた。日本銀行は長らく物価目標の導入に否定的な見解を示していた。日本銀行は政策金利がゼロ近辺にまで下がる中、金融緩和政策のみで物価上昇率を大きく高めることは難しい、と考えており、日銀が明確な物価目標を掲げれば、それが達成されないことを理由に、極端な金融緩和の実施を求められることが目に見えていたからである。政府を含む外部の批判、圧力を受けて、「中長期的な」物価安定目標に理解を示すようになっていったが、2%という物価安定目標は国際標準とはなっていなかった<sup>(33)</sup>。

民主党が日本銀行への圧力を強め、金融緩和を強く要求するにとどまらず、自民党でも

日本銀行に対する圧力を強めた。2011年6月、元総理大臣で復権の時をうかがっていた安倍晋三は、リフレ派の岩田規久男学習院大学教授から、日本銀行による国債大量買入れを通じた金融緩和の推進によるデフレ脱却論の説明を受け、これを理解した<sup>(34)</sup>。日本銀行の金融緩和を最も強く求めていたのは2012年9月に自民党総裁となった安倍晋三であった。安倍総裁は岩田規久男らのリフレ派のアドバイスを受けていた<sup>(35)</sup>。

野党総裁であった2012年11月15日、安倍総裁は読売国際経済懇話会での講演で、経済再生のための金融緩和や公共投資の拡大を主張した。これがアベノミクスの初めての表明であり、「日本銀行と協調して物価上昇率を示し、その目標達成のため、無制限に緩和していく」ことを明らかにした<sup>(36)</sup>。安倍総裁はデフレ脱却に向けた日銀の姿勢が不十分だとの主張を展開し、日銀法改正にまで言及しながら、物価安定目標の導入を強く求めた。「2~3%のインフレ目標を設けて無制限に金融緩和を求める」とか「建設国債をできれば日銀に全部買ってもらって新しいマネーを強制的に市場に出す」という発言をした。

白川総裁が実現を目指したのは、デフレから脱却し、物価安定の下での持続的成長路線に復帰することであったが、それは、単に物価が上がりさえすれば良いということではなく、企業収益や雇用の増加、賃金の上昇など、経済そのものが全般的に改善し、その結果が物価の緩やかな上昇として現れる状況であった。同総裁は、「物価も賃金もあがらない」という状況が長く続いた経済においては、いきなり人々のインフレ予想だけが先行して高まる、あるいは高められると考えるのは現実的でないと考えていた<sup>(37)</sup>。これが当時の日本銀行の見解であった。

白川総裁は安倍総裁の金融緩和要求にことごとく強く反対した。同総裁が2012年11月20日の記者会見述べたその反論中に、日本で2%の物価安定目標の設定が困難であった理由がよく示されている。その紹介文は長くなるので注で記述することとする<sup>(38)</sup>。

白川総裁は2012年12月19、20日に開催された日本銀行政策委員会・金融政策決定会合で、以下の様に述べたのである。

財政規律を守ることが重要性であり、財政規律が失われると長い目でみて物価の安定に逆効果になる。物価の安定は、単に目標を設定して、後は中央銀行が手段の独立性ということで自由にやるというのではない。

インフレターゲット論については、インフレーション・ターゲティングを採用している国はどこでも、長い目で見た物価の安定を達成することを重視し、短期間に厳密に結びつけるのではなく、柔軟にこれに対応しているが、日本ではこの柔軟な政策対応が弱かった。

(外国では、インフレ目標政策は、一定の物価上昇率と関係づけて機械的に金融政策を運営しているのではなく、柔軟性を兼ね備えた緩やかな政策の枠組みとして運営されている(南武志(2012)40ページ)。宮尾龍蔵審議委員は、日本銀行の政策運営が他の中央銀行と同様に中長期的に目指す目標インフレ率に向けて先行きの景気・物価見通しに基づいた柔軟な政策運営が行われてきているが、そうした理解が国民ないし内外に広く浸透してきているかを検討する必要があると述べているが、このことに共感する。

現状では日本の金利はゼロ水準であり、日本銀行のバランスシートが非常に膨らんでいるときに、(目指すべき対前年消費者物価上昇率数値、物価安定の目途を)高く引き上げようとしても(これが達成されるとはかぎらず、物価安定の目途は)結局、最後はファンタメンタルズに規定される。もしもそれが達成されないと、今度は「中央銀行に対する信



認自体、パブリックな政策に対する信認が低下してくる」。結局、経済にとってマイナスになってしまう。その意味では、(目指すべき物価安定の数値表現を)どのように実現していくのかというメカニズムを考えていかなければならない。これをどのように実現していくのかという具体的な政策を政府や民間や日本銀行が考えなければならない、と<sup>(39)</sup>。

白川日本銀行総裁は、財政や中央銀行の「信認」の維持を図ることを何よりも重視していたのであり、デフレ下で、中央銀行が、目指すべき物価安定の数値表現を高めに設定すれば、それが達成できなかつた時に中央銀行にとって最も大切な中央銀行に対する信認が毀損されることを何よりも恐れていたのである<sup>(39-1)</sup>。

同総裁は、日本ではデフレ下において日本の目指すべき物価の安定(物価の引き上げ)の数値目標の設定およびその2%引上げが困難であることをよく認識していた。単にその数値目標を掲げるだけではだめで、政府、民間、日銀が一体となって具体的にこの問題(物価の安定、物価の引き上げ)に取り組まなければならないと考えていた。

このような見地から白川日銀総裁は自民党の安倍総裁の物価安定目標導入論を批判したのである。

だが白川総裁の日本経済の現実を踏まえた正論は現実の政治状況の下では通らなくなつた。12月18日に自民党の安倍総裁が日銀の白川総裁と会談し、デフレ脱却に向け、2%の物価目標を設定するよう直接求めた<sup>(40)</sup>。

12月20日の金融政策決定会合では白川総裁は次回の金融政策決定会合において金融政策運営にあたり目指す中長期的な物価の安定について検討を行うこととし、必要な論点を整理し、次回の会合で報告するよう、執行部に指示した。この会合後の記者会見で白川総裁は「自民党の安倍総裁からの物価目標に関する検討の要請をふまえ、次回1月の会合で検討し、結論を出したい」と述べ、政治の要請で金融政策が左右されるに至つたことを、総裁として異例の事ながら、公言したのである<sup>(41)</sup>。

2012年12月16日に自民党が衆議院選挙に圧勝して政権を奪取した。金融市場も安倍総裁の勝利を歓迎した。第2次内閣発足時には、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を「3本の矢」と位置づけるアベノミクスと呼ばれる経済財政政策の方向性が固まつた。同月26日に首相となつた安倍晋三自民党総裁は大胆な金融緩和を公約の1つに掲げ、日本銀行に対して物価目標の導入を強く求めた。2013年1月4日の年頭の記者会見で安倍首相は日銀が1月の政策決定会合で2%の物価目標の結論を出すよう求めた<sup>(42)</sup>。

日本銀行は、金融緩和政策のみでは物価上昇率を大きく高めることは難しいと考えていたが、このような政治的な圧力を受けて、日本銀行法の改正によって日本銀行の独立性が制限されることを恐れて、これまで1%と考えていた目途よりも高い2%の物価目標の導入に追い込まれていったのである<sup>(43)</sup>。

当時、日銀で金融政策を担当する部門のトップである理事を務めていた門間一夫氏は、第2次安倍政権が成立すると、日銀批判が世論の強い支持を得たことに衝撃を受けた。多くのエコノミストや有職者の日銀への要求路線にある程度すり寄りざるを得ないと考えられるようになった。日銀側では門間理事が中心となつて政府との間で2%の物価目標の導入を内容とする「共同声明」をまとめていった<sup>(44)</sup>。

## (2) 2%の「物価安定の目標」の政府・日銀共同声明

日本銀行は2013年1月22日の金融政策決定会合で2%の「物価安定の目標」(the “Price Stability Target”)を正式に導入することを決めた。

同日に日本銀行が公表した「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」によれば、「目途」から「目標」という言葉に変更したのは、我が国において、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきているからである。白川総裁は、金融政策は柔軟な運営が必要であると考えており、「物価安定の目標」も柔軟な目標として受け入れた<sup>(45)</sup>。

2%という「物価安定の目標」を設定したのは、今後、成長力の強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に変わると考えたからであり、2%という目標を明確にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当と考えられたからである。

消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」の導入の議案に対して、政策審議委員のうち、木内登英委員と佐藤健裕委員が反対している。その理由は、①2%は過去20年の間に実現したことがほとんどなく、2%は現時点における『「持続可能な物価の安定」と整合的に判断される物価上昇率』を大きく上回ると考えられる、②このため、中央銀行が2%という物価上昇率を目標として掲げるだけでは、期待形成に働きかける力もさほど高まらない。③2%の目標達成には、成長力強化に向けた幅広い主体の取り組みが進む必要が有るが、現に取り組みが進み、その効果が確認できる前の段階で2%の目標値を掲げた場合、その実現にかかる不確実性の高さから、「金融政策の信認」を毀損したり、市場とのコミュニケーションに支障が生じたりする恐れがある、ということであった。2%の「物価安定の目標」の導入が日本銀行の信認を毀損することへの危惧は白川総裁だけではなかったのである<sup>(46)</sup>。だが2%の物価安定目標の導入は、日本銀行金融政策委員会審議委員の一部の反対を押し切って決められたのであった。

2013年1月22日、内閣府、財務省、日本銀行の「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」と題する「共同声明」が発表された。この共同声明は日本銀行政策委員会会合でその趣旨が決定されたのと同じ日に発表されているから、日銀自ら政策委員会で2%の物価安定目標の導入を決定したとはいえ、すでに事実上、日本銀行政策委員会で決定される前にその声明内容が決定されていたといえよう。

「共同声明」は、デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、政府と日銀の政策連携を強化するものであった。これは、物価が低落していた状況の下で、物価を上昇させて物価の安定を図ることとし、「物価安定の目標」を「消費者物価の前年比上昇率2%」と定め、これをできるだけ早期に実現することを政府および日本銀行が約束したものであった。

政府と日銀の意思疎通を図る必要はあるが、政府主導で「共同声明」という形で物価安定目標に関する日本銀行の政策決定を拘束することは中央銀行の独立性に抵触することとなる。安倍晋三首相は雇用の安定のためには中央銀行と政府は政策目標を一致すべきであると考え、中央銀行の独立性を軽視していた<sup>(47)</sup>。木内氏は、政府と日銀が協力する、意思疎通を十分することは正しいが、最終的には政策の手段は日銀が決めるべきことだ、その意味で、共同声明は妥当ではなかった、と述べている<sup>(48)</sup>。

この「共同声明」で示された2%の「物価安定の目標」がその後の金融政策を基本的に

規定するものとなったのである。だが、「共同声明」がアベノミクス下の金融政策を貫徹するものであったとは必ずしも言えない。

この共同声明で日本銀行は金融緩和を推進し、できるだけ早期に物価安定の目標を実現することを目指すこととなった。だがこの声明は、日本銀行が金融政策のみで「2%の物価安定目標」を達成することを約束したものではないことに留意すべきである<sup>(49)</sup>。この声明の中では、「日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している」と述べられている。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とすることとしたのである<sup>(50)</sup>。2%の物価安定目標は日本銀行の金融緩和政策だけで達成できるものではなかったのである。「共同声明」では、日銀は金融緩和を推進し、できるだけ早期に目標を実現することを目指し、経済の持続的な成長を確保し、政府は「政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する」と述べられており、このデフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的成長の実現に向けての日本銀行と政府の一体となった取組を白川総裁は評価している<sup>(51)</sup>。

アベノミクスにおいても大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略という3つの政策目標が掲げられていたが、アベノミクスにおいては実際には金融緩和に過大な期待がかけられるようになった。

「共同声明」では、「物価安定の目標」の達成時期は具体的に明示されなかった。海外の中央銀行でも物価安定の達成の時期を明確には定めていない。物価安定の程度やタイミングを正確に見通すことはむずかしかった<sup>(52)</sup>。もしもこの時期を明示すると、それが達成されなかった場合に日本銀行や財政の信認が失墜するおそれがあったであろう。だがアベノミクス下の「量的・質的金融緩和」においては、「2年程度」で物価安定目標を達成することが目指されることとなるのである。

「共同声明」では、政府（内閣府）・財務省は、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、ということが日本銀行と政府（内閣府）・財務省との間で合意されていた。財政の健全化を図り、財政の維持可能性を確かなものとし確保し、「財政の信認」を確保することが重視されていたのである。それは日本銀行が大量の国債を買い入れて「日本銀行の信認」が動揺することを回避するものであったともいえよう。安倍首相の要求していた日本銀行による大量の国債買い入れは、「財政の健全化」を求める財務省のもとで、「共同声明」の策定段階ではひとまず回避されていたのである。

## Ⅱ 2%の「物価安定の目標」の実現を目指して

### 1 2%の「物価安定の目標」の実現志向

日銀副総裁の任期満了期（2013年3月19日）を迎えると、4月8日の任期満了を待たずに白川総裁は安倍首相に首相官邸で会い辞任の意向を伝え、任期途中辞任を表明した。これは安倍首相が交代を求めたのではなく、安倍首相に反論する白川総裁の意思によるものであった<sup>(53)</sup>。副総裁の辞任に合わせて白川総裁が辞任し、2013年3月20日に黒田東彦

氏が日銀総裁に、岩田規久男氏が日銀副総裁に就任した。就任の翌日に黒田総裁はそれまでの日銀の政策を日銀本店大会議室で批判し、日銀内部に衝撃を与えた（NHKスペシャルを参照）。

2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」政策が導入された。これはアベノミクスの「3本の矢」、すなわち、「大胆な金融政策」、「積極的な財政政策」（財政出動）、「民間投資を喚起する成長戦略」の第1の矢をなすものである。「量的・質的金融緩和」は、強力に金融緩和政策を推進しようとする、まさに異次元の金融緩和政策である。

黒田総裁は「3本の矢」の組み合わせによりデフレからの脱却をはかることにも期待を寄せていた<sup>(54)</sup>。だが実際には政府の「第2の矢」（財政出動）や「第3の矢」（民間投資を喚起する成長戦略）の発動はデフレ脱却策としてはきわめて不十分であった。また、白川総裁が日本経済の課題として成長力強化を最重要視し、政府や企業の成長力強化への取組みの必要性を強く主張したのに対して、黒田総裁は、日本経済の課題として成長力強化よりもデフレ脱却の方を重要視して、成長力強化への取組みの必要性を強く主張しなかった。また、白川総裁時代の日本銀行がデフレ脱却のためには幅広い主体（日銀のみならず政府や企業を含む）がこれに取り組む必要があるということを主張していたのに対して、黒田総裁はデフレ脱却方策として何よりも金融政策を重視した。

この「量的・質的金融緩和」政策が導入された際に、「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、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」ことが決められた。また、「『量的・質的金融緩和』は、2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続すること」が決められた<sup>(55)</sup>。

2%の「物価安定の目標」を含む政府と日銀との共同声明は、日銀が、政府の政策と無関係に、金融政策のみでこの目標を達成することを約束したものではなかったが、「量的・質的金融緩和」導入当初においては金融政策のみで2%の物価安定目標の早期達成が可能であるとの強気の見方が日本銀行から示されるに至った<sup>(56)</sup>。

黒田総裁は、2%の物価上昇を目指す理由として、①消費者物価指数には高めに産出されるという上方バイアスがある、②景気悪化に備えて金利引き下げの余地（「のりしろ」）を確保しておく方がよい、③「2%」は「グローバル・スタンダード」になっていることの3点を挙げている<sup>(57)</sup>。

だが、①と②の説明はかつて物価を概ね1%引き上げようとする日銀の「中長期的な物価安定の理解」で挙げられていたものであり、物価を「2%」に引き上げる理由にはなっていない。また、①は「中長期的な物価安定の理解」を見なければ一般の人々には理解ができないものである。この意味でも、なぜ物価安定目標を2%にしたのかが、黒田総裁にはわかっていても、国民には理解できなかったといえよう。

③についていえば、日本銀行の「中長期的な物価安定の理解」を策定した当時の政策委員は、物価安定と理解する日本の物価上昇率は海外主要国に比べて低めであるということを確認に認識していた<sup>(58)</sup>。黒田総裁は「理解」で考慮されていた日本の物価上昇率が海外主要国と比べて低いという過去の経験を物価目標決定根拠からはずして、「国際標準」を2%物価引き上げの根拠のもう一つの根拠としている。だが、妥当な物価目標の水準は、本来各国がそれぞれ決めるべきものであって物価目標には「国際基準」というものはない<sup>(59)</sup>。2%の物価上昇率は、英・米・「ユーロ圏」でこれが採用されていたが、これは経

済理論から演繹的に導かれたというよりも、英米等の金融政策の現場から「経験的」に導かれたものであり<sup>(60)</sup>、「グローバル・スタンダード」にはなっていなかった。できるだけ早期に日本経済をデフレから脱却させようとした黒田総裁の下での日本銀行は、日本の過去の実績にとらわれずに物価上昇率を引き上げるために、日本の過去の実績ではなく、物価上昇の国際基準という存在しないものを、2%物価上昇の根拠に持ち出したのであろう。

日本銀行が1月に2%という「物価安定の目標」を掲げたのは、1月22日における政府・日銀共同声明や前述の日銀の公表文に示されたように、「今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識」したからである。この説明をつけないということは、日本銀行が2%の「物価の安定」の達成責任を背負い込むことになってしまうのである。

2%物価安定目標は日本経済の精緻な客観的分析によるというよりも、政治的圧力によって「共同声明」によって決められたという性格が強く、黒田総裁がこれを継承したものであった。黒田総裁は金融政策遂行の目標を2%の物価上昇に求めたが、それは「期待への働きかけ」の効果に大きな期待を寄せたものであったのである。

審議委員であった宮尾龍蔵教授は、高い物価安定目標を掲げたことがより積極的な緩和措置の導入につながり、デフレ状況を脱却する素地をつくったのであり、2%物価安定目標が妥当であったと述べている<sup>(61)</sup>。

だが、景気の先行きについて、2013年4月の金融政策決定会合では、何人かの審議委員から、現在のマインド改善は期待先行の面があり、今後、期待収益、雇用や賃金といった実体経済がバランスよく改善していくか、注視していきたいという見解を示した。物価の先行きについて、1委員は、市場や家計の予想上昇率が上昇しているとは言えないと述べた。このように経済の先行きについては審議員の中に慎重な見方が存在していたのである<sup>(62)</sup>。

企業や家計の中長期の予想物価上昇率は、潜在成長率や労働生産性上昇率など供給側の構造要因、いわば経済の実力ともいえる成長力によって決まる部分が多い。この点から、2%という物価水準は、現時点からいえば、日本経済の実力をかなり上回っていたと考えられる。物価上昇率の基調を高めるような構造変化が進まない限り、金融政策のみで安定的に2%の物価目標を2年程度で実現することは難しかったといえるのである<sup>(63)</sup>。

「第2の矢」や「第3の矢」に黒田総裁が期待を寄せていたが、それが的を射抜く保証はなかった。黒田総裁は「幅広い主体による成長力強化の取り組み」を白川総裁のように強く求めなかった。そのために、日本銀行が2%の「物価の安定」の目標達成の責任を背負い込むこととなったのである。

「期待への働きかけ」の効果が不十分であれば、当初から、日本銀行だけでは、2%の物価目標の達成は困難であることが予想されていたのである。

## 2 2年程度の期間での2%の「物価安定の目標」実現のコミットメント

日本以外の先進国では「物価安定の目標」は中長期期間における目標として位置づけられていた。白川総裁も日本の「物価安定目標」をそのように考えていた。前述の「共明でも達成時期は限定されなかった。その時期を明示すれば、その目標が達成されなかった時に日本銀行や政府の信認が損なわれるからである。

だが、日本銀行が強いコミットメントをすればインフレ期待を引き上げることができる

と考えていた岩田規久男日本銀行副総裁は、政策の約束に信頼性を持たせるためには期限を切ることが必要不可欠であると主張し、2年という期限の設定を主張した<sup>(64)</sup>。

しかし、賃金上昇が困難な当時の状況では2年程度で物価が上昇する見通しはなかった。エコノミストの大半は2年以内に物価安定目標を達成できるとは考えていなかった。日本経済研究センターの調査によれば、それができると思うエコノミストは2人しかおらず、できないと思うエコノミストは31人もいた<sup>(65)</sup>。

「量的・質的金融緩和」導入を決定した2013年4月4日の日本銀行政策委員会・金融政策決定会合において、同行審議委員であった木内登英審議委員は、①「2年程度の期間を年頭に置いて」を原案から削除し、②その次に「2年間程度を集中対応期間と位置付けて、『量的・質的緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案を提出し、原案に反対した<sup>(66)</sup>。2%物価安定目標は金融政策のみによって2年程度で達成できるはっきりとした見通しはなかった。

だが、日本銀行政策委員会は、物価安定の強いコミットメントを実現するために、木内審議委員の反対を押し切って、2年程度で2%の物価安定を実現するための「量的・質的金融緩和」を決定したのである。

2年程度の期間での2%の「物価安定の目標」を達成するために黒田総裁から「量的・質的金融緩和」という異次元金融緩和が提唱された。この案に白川総裁時代からいた審議委員6名が全員賛成した。総裁、副総裁が変わって過去の見解とどう整合性をとるのかという疑問に対しては、宮尾龍蔵審議委員は、国民の多数は、より高いインフレ目標とさらに積極的な金融緩和が必要だと訴える新しい政権を支持している、そうした民意を大変重く受け止めたと答えている<sup>(67)</sup>。

当時、日本銀行の調査統計局長であった前田栄治氏は、2年で2%の物価安定目標を達成することは難しいと考え、このことを黒田総裁に進言した。だが黒田総裁の強い信念は揺るがなかった。(NHKスペシャル「証言ドキュメント日銀“異次元”の10年」2023年4月16日、テレビ配信を参照)。黒田総裁は、当面は消費者物価の前年比は0%ないしマイナスで推移しているが、先行きは、マクロ的な需給バランスの改善や、期待の転換による中長期的な予想物価上昇率の高まりを反映して上昇し、2%程度に達する可能性が高いとみていた。

黒田総裁の下での日本銀行は、「強く明確なコミットメント」をするために、対前年度比物価上昇率2%の物価安定目標を、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、と明確に表明し、組織としての日本銀行の意思を明らかにした<sup>(68)</sup>。黒田総裁は、15年近く日本経済を劣化させてきた原因を賃金水準の低下ではなくデフレであると考え、デフレから脱却するためには、大胆な金融政策が必要であるとし、「できることは何でもやる」、漸進的な手法は取らない、「期待」を抜本的に変える、「強いコミットメント」と「分かりやすい説明」を通じて、人々のデフレ期待を払拭していくという姿勢を鮮明にしたのである<sup>(69)</sup>。

強いコミットメントを裏打ちするために採用された期限付きの異次元的金融緩和には成功するというはっきりとした見通し、明確な合意形成、十分な客観的根拠があったとは言えないが、これをやってみる価値はあると考えられ、これが実験的に断行されることとなったのであった。

このようにして決められた2年間における「物価安定の目標」の達成は、黒田総裁が期待していたアベノミクスの「第2の矢」、 「第3の矢」の十分な支援や国民のインフレ期待の十分な醸成もなく、結局、黒田総裁10年間の在任期間中に実現されることはなかったのである。

### 3 「インフレ期待」、物価上昇期待への働きかけ

#### (1) 「インフレ期待」（インフレ予想）、物価上昇期待への働きかけの有効性に関する論議

人々が持つ物価の先行きに関する見方を「インフレ期待」あるいは「インフレ予想」という。これは物価が上がる予想だけでなく、上昇していた物価が下がる予想も含む。

岩田規久男教授はアメリカのトーマス・サージェント（Thomas Sargent）教授のレジームチェンジ（レジーム転換）の理論の影響を受けていた。金融政策の枠組の変化が人々の「インフレ予想」を変化させるというこの理論は、サージェント教授においてはインフレ抑制に有効であると捉えていた。だがクルーグマンの影響を受けて岩田規久男教授はこの理論がデフレ脱却にも有効であると考えた。同教授は、「デフレ予想をインフレ予想へと変化させるような金融政策こそが、デフレからの脱出を可能にすることによって、構造改革が成功する経済環境を整え、『安心してかなり高い潜在的成長率を実現し維持し得ると、国民の多数が確信するようになる』経済政策である」と考えた<sup>(70)</sup>。日本銀行の当局者が消極的な発言を繰り返すから、人々の期待〔期待〕をデフレからインフレ期待へと変化させる効果がなかったと主張した<sup>(71)</sup>。

この「予想形成に働きかける金融政策」に対して、小宮隆太郎教授は、「予想」（expectations, 期待）の操作は、科学的な基礎に基づくというより、長年の経験に基づいて熟達したセントラル・バンカーの「アート」（art, わざ, 実技, 熟練）の領域に属すると考えていた<sup>(72)</sup>。同教授は、首相・財務相・日銀総裁等がなにを言っても、マクロ的・ミクロ的に合理的基礎のないことは、人々の予想にほとんど影響を与えないと記している<sup>(73)</sup>。

岩田一政内閣府政策統括官も、本来、有効な政策が当局者の発言による人々の予想の変化のために効果を失ったり、逆に本来、効果のない政策が当局者の発言で効果を発揮したりすることは稀である、デフレに向かうかインフレに向かうかというような大きな流れが、当局者の発言だけでそれほど簡単に誘導操作ができるものではない、と記述している<sup>(74)</sup>。

このように人々の予想（期待）形成に金融当局者がどれだけ影響を与えるかという問題については大きな見解の違いがあった。

#### (2) 黒田日銀総裁の「インフレ期待」、物価上昇期待に働きかける政策の意図

黒田東彦日銀総裁は、「『期待』に働きかける金融政策」と題する講演を行っており、「期待」（予想）に働きかける金融政策の重要性をよく認識していた。この考えは20世紀前半のイギリス経済学における金融政策の議論に源流がある（ケインズ、ホートレー、ヒックスなどの議論）、「期待に働きかける金融政策」は、1970年代以降の世界的な高インフレの制圧に大きな役割を果たした、インフレーション・ターゲティングの導入も、高インフレへの対応を念頭に置いたものであった、と外国での講演において述べ、インフレーションを抑制するうえで「期待」（予想）に働きかける金融政策を高く評価していた<sup>(75)</sup>。

黒田総裁は将来へのコミットメントによって人々の予想ないし期待に働きかけるという

考え方は、経済理論では「フォワード・ガイダンス」として整理されていると述べているが、白井さゆり日銀審議員は金融政策運営の明確化と金融緩和の継続の約束を、フォワード・ガイダンス（フォワードガイダンス）としている。

政策金利が1995年には0.5%まで低下し、伝統的な金融緩和手段をほぼ使い果たしたという状況の下で、日本銀行は世界に先駆けてゼロ金利政策を採用し、非伝統的金融政策を実施することとなるが、この時に「時間軸効果」という、日銀がゼロ金利政策を長期にわたって維持することをあらかじめ約束することで、金融緩和効果を大きくすることを狙ったフォワード・ガイダンスを取り入れた。2001年から2006年にかけて実施された日本銀行の「量的緩和」も、金融緩和の継続を約束（コミットメント）したものであった。2010年10月に導入された実質ゼロ金利政策と資産買入れを併用した「包括緩和」においては、日本銀行は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することがコミットメントされていた。2012年2月には、金融緩和に関するガイダンスが強化され、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで金融緩和を推進していくことがコミットメントされた。さらに2013年1月には2%の物価安定目標の実現をめざして金融緩和を継続することが約束された<sup>(75-1)</sup>。

このように日本では「期待」に働きかける金融政策、フォワード・ガイダンスが採用されてきたが、それはデフレ脱却方策としては不十分であった。このため、名目金利がゼロ制約に直面している状況のもとで、実質金利を潜在成長率に規定された自然利子率よりも低い水準にまで引き下げることが困難となった。かくして黒田総裁は、フォワード・ガイダンスを従来の金融政策におけるよりもはるかに重視し、大胆な「期待に働きかける金融政策」を採用し、物価上昇期待を喚起し、他方で「量的・質的金融緩和」によって名目金利を低下させ、こうして実質金利を自然利子率よりも低い水準に誘導し、これによってデフレ脱却を図ろうとしたのである<sup>(76)</sup>。

### (3) 「インフレ期待」、物価上昇期待に働きかける政策の現実

「インフレ期待」には「適応的期待形成」と「合理的期待形成」とがある。前者は過去何年かの物価の傾向を踏まえて、これまでの期待を徐々に修正しながら、現時点の期待を形成することである。後者は、現時点で利用可能な情報を利用して期待を形成することである。

適応的期待形成を金融政策当局が大きく促進することはむずかしい<sup>(76-1)</sup>。

「インフレ予想」は予想する主体によってさまざまであり、企業、エコノミスト、企業、マーケットの予想にはばらつきがある<sup>(76-2)</sup>。

黒田総裁は「量的・質的金融緩和」の導入によって、インフレ予想は上昇したと述べている。確かに、日銀資料（前年比、年率平均、%）によれば、エコノミストの予想インフレ率（6～10年先）は2013年に上昇している。だがそれは2014年以降低下しているのである。企業の予想インフレ率（5年後）は、判明している2014年以後を見ると、低下傾向をたどっている。家計部門の予想インフレ率（今後5年間）は2013年以降、基本的に上昇していない<sup>(77)</sup>。市場が推測する期待インフレ率を示す指標であるブレイクイーブン・インフレ率（Break Even Inflation rate、利付国債と物価連動国債との流通利回りの差で示される）は黒田＝岩田日銀の成立後に上昇したとはいえ、2014年半ば以後低下し



ているのである<sup>(77-1)</sup>。

今後の物価見通しについては、消費税引き上げの影響を除くと、日銀の展望レポートにおける2013年10月の公表値（中央値）は、2014年度は1.3%、2015年度は1.9%とされていた。だが民間エコノミストによる物価見通しは、2014年度は0.76%、2015年度は0.91%と予測されており、日銀の見通しとは乖離していたのである（吉鶴祐亮（2013）7ページ）。

2013年当時、短期金利は実質的にゼロ金利であり、また長期国債（10年債）の利回りも1%を割り込んでおり、実質金利低下の余地はほとんどなく、予想インフレ率の上昇効果が実質金利の低下の効果をもたらす効果はほとんど期待できなかった<sup>(77-2)</sup>。

このような点を見れば、黒田日銀総裁の人々の期待に訴えかける政策は、短期的に成果を挙げたようであるが、基本的にはその成果を挙げなかったといえよう。

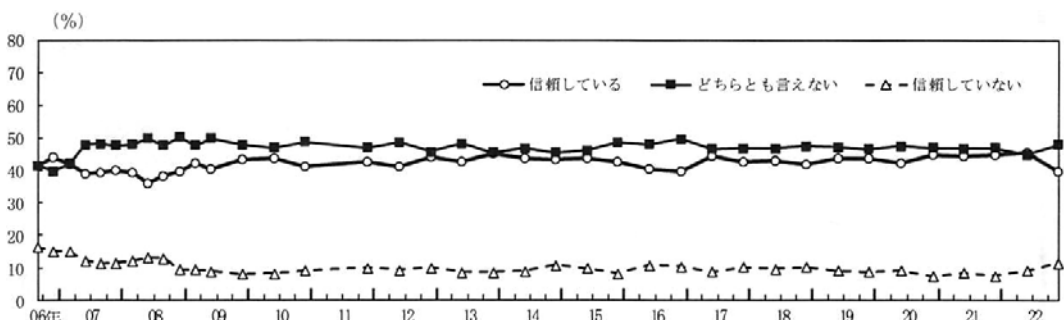
黒田総裁は「量的・質的金融緩和導入後に、予想の形成が過去のインフレ率に引きずられる、いわゆる「適恰的な期待形成」が強く、中央銀行のフォアード・ガイダンスにインフレ予想が即座に反応しないと考えるようになる。

人々の期待に働きかける政策が効果を発揮することができなかった要因について、立ち入って検討してみよう。

「合理的期待形成」の場合も金融政策によって人々の「インフレ予想」を引き上げることは容易ではない。これを達成するためには条件が必要である。人々の中央銀行への「信認」が十分であり、かつ「中央銀行自身が判断の誤りを犯さない」限りにおいて、中央銀行は、現時点の経済環境に基づいたメッセージを適切に発信することによって、人々の期待形成にリアルタイムに働きかけることが可能となりうる<sup>(78)</sup>。通貨当局が国民の物価上昇期待を大きく促進するためには、通貨当局に対する人々の信頼、信認が重要である。また経済状況を反映した真実の情報を発信することが不可欠なのである。

黒田総裁の物価上昇期待に対する強い働きかけにもかかわらず、「量的・質的金融緩和」導入当初は、エコノミスト・市場関係者の物価上昇期待には大きな影響を及ぼさなかった。それは、賃金が上がらないために消費に限界があり、また極めて低い金利水準のもとで貸出金利低下の余地が限られていたことなどの事情があったからである<sup>(79)</sup>。市場参加者の今後10年間の平均インフレ率について、回答者の予想分布の変化をみると、その中位値はほとんど変化しておらず、市場のインフレ期待はアベノミクス導入前後でほとんど変化し

第1図 日本銀行への信頼度の推移



(注) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(2022年12月調査)。

ていなかった<sup>(80)</sup>。

黒田総裁は市場・経済主体の期待の抜本的転換を図り、市場の予想物価上昇率を上昇させ、実質金利の低下による民間需要の増大を期待したが、期待インフレ率は容易に高まらなかった。これは「適恰的な期待形成」が強かったということだけによるものではなかった。

そもそも期待への働きかけは、インフレーションの時にインフレ率を引き下げのためにインフレターゲットを掲げる場合とデフレーションの時に物価を引き上げるためにインフレターゲットを掲げる場合とでは効果が違う。通貨膨張を伴うインフレ時には、金融引締めを予測させるインフレターゲット設定によって物価を抑制する効果を期待できる。デフレは一般に貨幣の不足ではなく供給に対する需要の不足などによって生ずるから、デフレ時に金融緩和を予測させて物価を引き上げようとしてインフレターゲットを設定してもその効果は薄いのである。

また、「合理的期待形成」を促進しようとしても、相手方にそれを受け入れる条件が無ければ、その効果は薄い。合理的期待形成には市場や国民の金融政策当局に対する信頼、信認が必要である。市場関係者への合理的期待形成への働きかけにおいては中央銀行への信認の存在がきわめて重要であろう。

日本銀行への国民の信頼度の推移は第1図にみられるとおりである。日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査(第58回)の結果——2014年6月調査」によれば、日本銀行への信頼度については、「日本銀行を信頼している」という回答は、2012年12月調査では44.1%、2013年6月調査で42.6%であり、2014年6月調査では43.7%であった。「信頼していない」という回答は1割以下であり、「どちらともいえない」が4割台であったから、日本銀行が一応人々から信頼されているといえようが、日本銀行に対する信頼度は十分であるとは言えなかった。

「日本銀行を信頼していない」理由としては「中立の立場で政策が行われていると思わないから」が多く、その比率は2012年12月の36.2%から2013年6月の44.6%に増えていた。政治に揺さぶられるような中央銀行が人々からの信認を十分に確保することは困難である。

次いで多かった回答が「日本銀行の活動について分かりやすい広報や意見聴取の努力が不足していると思うから」や「日本銀行の活動が物価や金融システムの安定に役立っていると思わないから」であった。信念を述べるだけで市場や国民に対して正確な情報をもとに説明責任を果たさなければ中央銀行に対する十分な信認は得られない。「日本銀行の活動が物価や金融システムの安定に役立っていると思わないから」という回答は日銀のことをよく知らないことが関係していよう。

中央銀行に対する個人の信頼、人々の信認が十分であり、中央銀行の説明が国民に理解できなければ、中央銀行のメッセージが物価上昇期待を呼び起こすことにはならないのである。

また、家計部門が形成するインフレーションに関する期待は、より多くのコストをかけて情報を入手する専門家が形成する期待に比べて一般に不完全である<sup>(81)</sup>。家計部門が政策当局の期待するようなインフレ期待を有するとは限らないのである。

日本銀行の金融政策に関する個人の認知度についてのアンケート調査によれば、2013

年6月、2014年6月において、日本銀行が「物価の安定」をその目的としていることを知っているとの回答が3割台半ばであった。日本銀行が、2%の「物価安定目標」を掲げていること、および「量的・質的金融緩和」を行っていることについては、「知っている」との回答が、2割台後半にとどまっていた。

物価下落についての国民の感想は、日本銀行の2013年6月の「生活意識に関するアンケート調査」（第54回）によれば、「どちらかといえば、好ましいことだ」という回答が50.0%に達し、「どちらかといえば、困ったことだ」という回答は20.2%に過ぎなかった。物価上昇についての感想は、どちらかといえば、困ったことだという感想が81.6%に達していたのである。賃金が上がらない状況の下で、国民は物価上昇を困ったことだと受け止めていた。国民の意識は日本銀行の認識と大きく乖離していたのである。

第58回調査によれば、国民の日本銀行に対する関心について「関心がある」という回答が2割半ばにとどまっていた。日本銀行の外部に対する説明の評価については、「わかりやすい」という回答は5%にとどまり、「わかりにくい」という回答が5割台後半に達していた。家計は異次元緩和に関心を持たなかったのである<sup>(82)</sup>。

黒田総裁は分かりやすい金融政策の採用を心掛け、また説明責任の発揮に努めたが、同総裁の強いコミットメントは国民に容易に伝わらず、国民の物価上昇期待を喚起するには至らなかった。かくして日本銀行の人々に対する期待への働きかけの努力はひとまず空振りに終わったのである<sup>(82-1)</sup>。

黒田総裁は、2017年に次のように述べている。中央銀行は、「低インフレ環境下において、ゼロ金利制約のもとで、インフレ期待をどのように適切に管理していくのか」という新たな課題に直面することになった、こうした新たな課題に対する政策・理論面での対応は、まだ始まったばかりである、特に、インフレ期待の形成過程は、国・地域や時代によって異なるものであり、この手に関する実証分析を深めていくことが重要である、中央銀行としては、そうした分析を踏まえて、インフレ期待を適切に管理するための具体的な手法を検討していく必要がある。黒田総裁はこのようなことを認めるようになったのである<sup>(83)</sup>。

### Ⅲ 2%の「物価安定の目標」達成のための「量的・質的金融緩和」（「異次元緩和」）手法の導入

#### 1 「量的・質的金融緩和」の内容のポイント

「量的・質的金融緩和」は、15年に及ぶ「デフレからの脱却を何としても実現するという〔黒田総裁の〕強い決意に基づくもの」であった<sup>(84)</sup>。

黒田総裁がデフレ脱却を強く主張したのは、デフレが景気低迷の長期化につながったと考えたからであった。黒田総裁はデフレが景気低迷の「結果」であるという側面を認めつつ、これには深く言及せず、デフレが景気低迷の長期化をもたらす「原因」であるということを強調した<sup>(85)</sup>。

デフレ脱却のための金融緩和を強く主張する者の中には、デフレこそが「諸悪の根源」とする「リフレ派」と、デフレに対する対応の1つとして金融政策の積極的な対応を求める者があった。早川英男氏は、日本銀行副総裁となった岩田規久男氏などはデフレさえ脱却すれば多くの問題が解決すると考えている「リフレ派」に属し、黒田総裁を支える日本

銀行のスタッフ達は後者に属し、「量的・質的金融緩和」は両者の合作であるとされている<sup>(86)</sup>。

「量的・質的金融緩和」のポイントは、第1に、強く、明確なコミットメントである。日本銀行は、「消費者物価の対前年比上昇率2%を物価安定の目標として、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」と明確に表明した。日本銀行だけで物価を決定することができなかつたにもかかわらず物価目標の達成時期を特定するに至ったのは、デフレからの脱却という強いメッセージを与えるためであった。

黒田総裁は、日本銀行が「物価安定の目標を責任をもって実現する」と強く明確にコミットすることの重要性を強調し、こうした日本銀行の強い姿勢を市場や企業、家計にわかりやすく伝え、「期待」を抜本的に変え、人々のデフレ期待を払拭することが必要であるとした<sup>(87)</sup>。

第2に、このコミットメントを明確に裏打ちする手段として、「量・質ともに次元の違う金融緩和を行うこと」が提唱された。

「量的緩和」はすでに実施されてきていたが、黒田総裁のもとで、「量的緩和」として、金融市場調節の操作目標をこれまでの無担保コールレート・オーバーナイト物という「金利」から、マネタリーベースという「量」に変更して、これを年間約60~70兆円に増加させていくこととした。これを実現するため、長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するよう買い入れていくこととした。

「質的緩和」の面では、日銀が購入する長期国債の買入対象を超長期の40年債にまで拡大し、平均残存期間を、それまでの3年弱から7年程度に延長した。買入対象資産の多様性が図られ、2010年10月に導入された「包括的な金融政策」において開始されたETFとJ-REITの買入れについても、その保有残高がそれぞれ年間約1兆円、同約300億円のペースで増加するよう買い入れていくこととした<sup>(88)</sup>。

マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債の平均残存期間を2倍に延長することとなったのであった。

第3に、金融政策のわかりやすさを高めた。長期国債の買入れに関しては、「資産買入等による買入れ」(2010年10月に導入)とそれ以前からあった「金融調節上の必要から行う国債買入れ」(輪番オペ)とを一本化した。先行きの買入れ目標も、これまでの「買入れ額」ではなく、「国債保有残高の増加分」で示すことにした。こうして金融緩和の意図がよりストレートに市場に伝わるようにした。量的な緩和の指標を「日本銀行当座預金残高」から「マネタリーベース」に変更したのはこのためであった<sup>(89)</sup>。

第4に、「量的・質的金融緩和」の目的として、2%の物価安定目標の実現が挙げられていたが、円の為替相場の引き下げは挙げられていない。黒田総裁は、日本銀行が為替をターゲットとして金融政策を運営することはない、「日本銀行の金融政策は、あくまで国内物価の安定を目的としています」と述べている<sup>(90)</sup>。金融緩和が為替の減価を狙ったものだとすることは競争的な通貨切り下げをさせるという国際的な合意に反することになる<sup>(91)</sup>。為替政策の決定権は日本銀行ではなく財務省にある。したがって、日銀総裁がこのように公式発言をすることは当然である。だが円高が問題視されていた状況の下で金融緩和を促進するということは、日本銀行が実際には(内々には)金融緩和の結果として為替下落も期待していたということができよう。黒田総裁は、「他の事情を一定と仮定」すれば、「金融緩和を行った場合、その国の為替レートは下落する傾向がある」と述べているのであ

る<sup>(92)</sup>。

ここにみられる強く、明確なコミットメントやわかりやすさや2という数字を強調したこと（前述の2年程度での「物価に安定目標」の達成ということ）は、期待への働きかけを強く行うためであった。黒田総裁は、物価上昇期待への働きかけと異次元金融緩和を行えば、2%の物価安定の目標が達成でき、デフレ脱却ができると信じていたのである。

## 2 「量的・質的金融緩和」の波及経路

「量的・質的金融緩和」が2%の物価安定目標を達成する波及経路、メカニズムとして、日本銀行は3つのルートを想定していた<sup>(93)</sup>。

第1は、金融の好転である、長期国債やETF、J-REITの買い入れによって、「イールドカーブ全体の金利の低下」を促し、資金調達コストの低下を通じて、企業などの資金需要を喚起することである。

第2は、日本銀行が長期国債を大量に買い入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていく「ポートフォリオ・リバランス効果」である<sup>(94)</sup>。

第3は、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産買い入れを継続することで「市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果」である。予想物価上昇率が上昇すれば、現実の物価に影響するだけでなく、実質金利の低下を通じて民間需要を刺激することも期待できるとされた。

だが、このような波及経路では後に述べるようにマネーストックの増大に必ずしもつながらなかった。また前述のように「期待への働きかけ」の効果は乏しかった<sup>(95)</sup>。

## 3 「量的・質的金融緩和」導入の評価

### (1) 「量的・質的金融緩和」導入の効果

日本銀行の黒田総裁は、「量的・質的金融緩和」導入後の3か月間に、これが我が国経済や金融市場に次の3つの好転をもたらしたと以下のように主張している<sup>(96)</sup>。

第1が、金融の好転、金融市場や企業金融の改善である。景気改善への期待の高まりや円高修正への動きなどを背景に、株価が上昇した。株価は実体経済の動きを反映していく。円安も進行した。金融緩和はデフレ脱却を狙いとしたものであり、為替相場の誘導を目的としたものではないが、金融緩和は円安方向に作用する。企業や家計の金融環境は緩和した状態にある。「貸出約定平均金利」はさらに低下し、史上最低水準にある。

第2に、人々のマインドや期待が改善したことである。人々の予想物価上昇率も上昇してきている。

第3が、金融市場や人々のマインド改善を受けて、実体経済や物価が好転していることである。

黒田総裁は、「量的・質的金融緩和」の狙いはうまくいっているとみなした。また、将来見通しについて、我が国経済は緩やかに回復し、「物価安定の目標」2%は2015年後半に達成されると考えていた。

日本銀行が2016年9月20日、21日に開催した政策委員会・金融政策決定会合で決定した「総括的検証」によれば、「量的・質的金融緩和」は、予想物価上昇率の押し上げと名

目金利の押し下げにより、実質金利を低下させたという。日本銀行が同月21日に公開した「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」は、「量的・質的金融緩和」導入以降の予想物価上昇率の動きは、3つのフェーズに分けることができるが、第1のフェーズである2014年夏にかけての期間に各種の予想物価上昇率指標はいずれもはっきりと上昇したと記し、それを統計でも根拠づけた。同資料は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れ・マネタリーベースの拡大が金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与したと考えている。「量的・質的金融緩和」の導入が、予想物価上昇率の上昇に大きな影響を与えたとみなしている(5-6ページ、図表4、図表5)。名目利回りからインフレ予想を差し引いて算出される実質長期金利は低下したという統計を提示している(補論図表1)。

このように日本銀行は第1フェーズでは「量的・質的金融緩和」は予想通りの効果を取めたと考えていたのである。

## (2) 「量的・質的金融緩和」の効果の限界と副作用

「量的・質的金融緩和」はその初期段階では、実質金利の低下を通じて一定の効果を発揮したと思われる<sup>(97)</sup>。だがその政策の効果はきわめて限られたものであった。「量的・質的金融緩和」は、期待されたほどには経済の力強さを取り戻すものではなかった。生産性上昇率の上昇など経済の供給側の改善が目立って見られないのである<sup>(98)</sup>。国内設備投資の増大に限界があった。また、賃金の引き上げが遅れていた。賃金引き上げの困難は国内消費需要限界をもたらし、設備投資の増大を困難とし、貸出を低迷させた<sup>(99)</sup>。

円安はアベノミクスだけによるものではなかった。円安が増えても輸出数量はあまり増えていない。株高は实体经济の好転をもたらすものにつながらなかった<sup>(100)</sup>。

2014年には、株高、円安の勢いは落ち、物価上昇率は頭打ちから低下傾向へ向かった<sup>(101)</sup>。「期待」に働きかける金融政策も、前述のように、事実上空振りに終わった。

このように、「量的・質的金融緩和」の効果には限界があり、対前年比2%の物価上昇は達成されなかったのである。

「量的・質的金融緩和」には様々な批判があった<sup>(102)</sup>。

第1は、ベースマネー(現金+日銀当座預金)の増加は物価上昇や景気と結びつかないという批判である。第2は、1990年代末以降のデフレの原因は通貨膨脹抑制ではなく賃金の低下による消費減退であって、「量的・質的金融緩和」はデフレ脱却をもたらさないという批判である。第3は、「量的・質的金融緩和」は財政信認・国債信用、日銀券の信認の低下を招くという批判である。これらの批判は基本的に正しいといえるであろう。

批判の第1点についていえば、借入需要がないときに資金は市場に出でいかず、ベースマネーの増大はマネーストックの膨大につながらず、物価引上げ効果を有さない。マネタリーベースを増加しても貨幣が中央銀行に蓄蔵されれば貨幣価値の低落による物価騰貴は生じない。貨幣が市場に出回らなければ消費財需要や投資需要の増大による物価上昇は生じないのである。

批判の第2点についていえば、デフレは物価の持続的低落といわれているが、これは一般に商品の需要供給関係(需要不足)などから生じるものであって、貨幣の供給不足から

生じる現象であるとは言えない<sup>(103)</sup>。

1998年からのデフレの基本的原因は1990年代以降の雇用構造の変化を背景とする賃金水準の低落による消費限界にあった<sup>(104)</sup>。また、日本銀行によれば、企業収益や雇用・所得の増大をもたらさない潜在成長率の低下でもあった。このような状況の下で物価上昇期待によって2%物価安定を実現することは困難であった。そもそもデフレ脱却は日本銀行の対策、2%の「物価の安定目標」の設定だけでできるではなかった。そのことは以前から指摘されていたことである。

第3点は「量的・質的金融緩和」が累積されるときに起こりうる問題点である。日本銀行はこれまであった「銀行券ルール」を、「量的・質的金融緩和」の実施に際して停止した。「銀行券ルール」とは、金融調節上の必要から行う国債買入れを通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とするという、2001年3月19日に決定された考え方である。この停止が国債の大量発行と日本銀行の大量買入れを促進し、後に財政ファイナンスや日本銀行の経営財務の悪化・日本銀行通貨の信認毀損という問題をひきおこすこととなるのである。この量的・質的金融緩和の副作用問題については私がすでに述べているし、また導入後の問題となるからここでの詳論は割愛する<sup>(105)</sup>。

## むすび

本論文では「量的・質的金融緩和」を基礎づけた2%の「物価安定の目標」がどのような過程を経て決定されたかを明らかにした。

わが国経済がデフレーションに陥った状況のもとで、物価の安定をどのように達成するかが大きな問題となった。この方策としてインフレターゲット設定が提起された。だが日本銀行は、当初（2000年以後）、その導入を否定した。2006年3月になると、「中長期的な物価安定の理解」という表現を用いて、物価安定の数値表現を導入した。2012年2月には日本銀行は「中長期的な物価安定の目途」を1%とすることを決めた。

日本銀行は「物価安定の目標」の設定に消極的であった。デフレ対策は金融政策だけではできず、賃金の上昇とともに成長力の強化のための構造対策が必要であると考えていたのである。「物価安定の目標」を設定してそれが達成できないということとなると、日本銀行に対する信認が損なわれることを恐れていたのであった。本論文では特に白川総裁の考え方について詳論した。これによって白川総裁と異なる黒田総裁の考え方を明確にすることとした。

2012年9月に自民党総裁となった安倍晋三は日本銀行に2~3%の物価安定目標の導入を強く求め、12月に自民党が選挙で大勝すると、安倍首相が2%の物価安定目標の導入を日本銀行の白川総裁に迫った。本論文では政府と日銀との対立という2%の物価安定目標の導入過程を立ち入って検討した。政府からの強い政治的圧力を受けて、日本銀行は2013年1月に2%という高い物価安定目標の導入を受け入れざるを得なかった。この2%の「物価安定の目標」が1月22日に公表された政府と日銀との共同声明で確認された。

本論文ではこうして2%の「物価安定の目標」が決定されたこととなったことを明らかにしたのである。

とはいえ、この共同声明では日銀だけではこの目標が達成できないことが明示されてい

た。また、その達成時期は盛り込まれていなかった。それが達成できないと日銀や財政に対する信認が失墜する恐れがあったからである。本論文においては、金融政策委員会の議事録や総裁の講演録を用いながら、日本銀行は同行に対する信認が毀損されることを何よりも恐れていたことを強調した。

2013年4月4日に黒田東彦総裁、岩田規久男副総裁の下で「量的・質的金融緩和」という異次元金融緩和が発表された。本論文では「量的・質的金融緩和」導入期の金融政策について考察した。特に2%の「物価安定の目標」達成政策について立ち入って検討した。2年程度で2%の「物価安定の目標」を日本銀行が中心となって実現することが目指されるに至った。この目標は日本経済の実力においては高すぎる目標であった。黒田総裁は期待への働きかけと「量的・質的金融緩和」によってこの目標を達成しようとした。後者は前者のための手段であった。

本論文では黒田総裁の「インフレ期待」、物価上昇期待への働きかけについて詳しく検討した。黒田総裁は「『期待』に働きかける金融政策」を大胆に推進し、物価上昇期待を増進させ、異次元緩和による名目金利の低下と合わせて実質金利の低下を図り、デフレ脱却をめざすものであった。その効果がまったくなかったわけではなかったが、その効果が乏しかったことを明らかにした。

黒田総裁はデフレ対策として金融緩和政策の役割をきわめて重視し、金融緩和を異次元的に推進しようとして「量的・質的金融緩和」を導入した。その内容のポイントやその波及経路について本論文で述べた。その後、その政策評価を行った。この異次元緩和に効果が全くなかったわけではなかったがこれには大きな限界があったことを指摘した。この緩和は副作用を伴うものであったことも指摘したが、その詳細は本論文では割愛した。

日本銀行は、2年程度で消費者物価上昇率の対前年度上昇率を2%とするという目標が実現できなくなると、目標達成時期の先送りを繰り返した。これでは日本銀行に対する信認が失墜してしまう。ついに2018年4月からは日本銀行の「展望レポート」(『経済・物価情勢の展望』)において、達成時期が明示されなくなった<sup>(106)</sup>。2%の「物価安定の目標」は今なお達成されていない。本論文では、アベノミクス「第2の矢」や「第3の矢」の強い支援を受けられない状況のもとで、期待への働きかけや「量的・質的金融緩和」を通じて早期に2%の「物価安定の目標」を達成しようとする日本銀行の政策がそもそも早期にその目標を実現することが困難な政策であったことを明らかにしたのである。

#### [注]

- (1) 南武志 (2006) 24-25, 29-30 ページ。
- (2) 同上論文, 40 ページ。
- (3) 以下については齊藤壽彦 (2003) 11-15 ページを参照されたい。
- (4) リフレ論者の岩田規久男教授は、岩田規久男 (2001) で次のように論じている。「デフレ」は「貨幣的現象である」(第3章)。貨幣供給量の減少がデフレをもたらす (77 ページ)。マイルドなインフレに移行するためには、デフレからインフレへという「金融政策レジーム」の断固たる転換を明確にしたうえで、1~3%程度のインフレターゲットとその達成時期 (1年以内が目安) を明示して金融政策を運営する必要がある。



- インフレーターゲットを達成する手段としては、マネタリーベース（あるいはその一部である日本銀行当座預金）の増加を通じて貨幣供給量の増加を促すことと、円安誘導とが有力な手段である、と（376 ページ）。
- (5) 中原伸之（2002）87, 93-94, 115, 117-188, 174, 197, 199 ページ。
  - (6) 同上書, 205 ページ。
  - (7) 上川龍之進（2014）56 ページ。
  - (8) 日本銀行「『物価の安定』についての考え方」同行, 2000年10月, 3, 4, 17 ページ。  
伊豆久（2015）45-45 ページ。
  - (9) 速水優（2004）154-157 ページ。
  - (10) 日本銀行「政策委員会・金融政策決定会合議事録（2002年12月16, 17日開催分）」同行, 79-80 ページ。
  - (11) 上川龍之進（2014）103 ページ。
  - (12) 福井俊彦「日本経済の将来の発展に向けて——2003年7月23日・きさらぎ会における福井総裁講演要旨」日本銀行, 2003年3月。
  - (13) 宮尾龍蔵（2007）1 ページ。
  - (14) 福井俊彦「金融政策運営の課題——2003年度日本金融学会春季大会における福井総裁講演要旨」日本銀行, 2003年6月1日。
  - (15) 上川龍之進（2014）95 ページ。
  - (16) 同上（2014）149, 151 ページ, 等。
  - (17) 伊豆久（2015）47-48 ページ。
  - (18) 木内登英（2018）403 ページ。
  - (19) 日本銀行, 「『物価の安定』についての考え方」（2006年3月10日）『金融政策決定会合議事要旨（2006年3月8, 9日開催分）』同行, 白川方明「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み——日本記者クラブにおける講演——」日本銀行, 2012年2月17日, 等を参照。
  - (20) 白川方明「2009年の日本経済：回顧と挑戦——日本経済団体連合会評議員会における講演——」日本銀行, 2009年12月24日, 4-5, 7 ページ。
  - (21) 上川龍之進（2014）223-224 ページ。
  - (22) 以上については白川方明, 前掲「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」3-6 ページを参照。
  - (23) 白川方明, 同上講演, 4, 7 ページ。
  - (24) 木内登英（2018）408 ページ。
  - (25) 白川方明, 前掲「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」7-8 ページ。
  - (26) 同上講演, 9-10 ページ。
  - (27) 白川総裁は, 「わが国では, 企業も労働者も雇用の確保を優先し, 賃金調整を受け入れる傾向が強いため, 厳しい経済調整のもとでも失業率は米欧ほど大きくは上昇しない一方で, 賃金の下落傾向が顕著になります。こうした賃金の下落傾向も, 我が国デフレを説明する要因の1つです」と述べている（同上, 11 ページ）。
  - (28) 白川方明, 前掲「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」12-13 ページ。
  - (29) 白川方明「中央銀行の役割, 使命, 挑戦——日本記者クラブにおける講演——」日

本銀行, 2013年1月25日, 9ページ。

日銀理事を務めた門間一夫氏は、後に、潜在成長率の低下について次のように述べている。日本の潜在成長率は長期低下傾向をたどってきた。その主因は生産性上昇率の低下と人口の減少・高齢化である。生産性上昇率を高める方策は、イノベーションの促進、無形資産投資の増強、新陳代謝の活発化、労働移動の円滑化、規制の緩和、教育の充実などである、と(門間一夫「門間一夫の経済深読み 潜在成長率の低下にどう向き合うか」みずほ総合研究所, 2020年11月19日)。

- (30) 白川方明, 前掲「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」11-13ページ。

白川総裁は2011—2012年における講演の中で次のように述べている。過去20年間の経済成長率の低下にはバブル崩壊後の不良債権処理、急速なグローバル化への対応、急速な少子高齢化への対応の遅れが影響している(白川総裁「グローバリゼーションと人口高齢化：日本の課題——日本経済団体連合会評議員会における講演——」日本銀行, 2011年12月22日, 2-4ページ。白川方明「成長力の強化に向けて：日本経済の課題——読売国際経済懇話会における講演——」2012年9月6日, 日本銀行, 2ページ), 現在の低成長の本質は、人口減少や高齢化のもとでも高い付加価値を創造できる経済への変革が進まなかったことにある。成長率を高めるためには、第1に、労働参加率、すなわち生産年齢人口のうち実際に働く人の割合を高めることが必要である。そのためには、労働参加率を高める余地が大きい高齢者や女性が働きやすい環境を整備することが必要である。第2に、付加価値生産性の伸び率の低下を抑え、少しでも高めることが必要である。このためには、人件費や仕入れ価格の抑制ではなく、内外市場でニーズの高い商品やサービスを開発し、これを新たなビジネスとして成功させていかなければならず、そのためには規制緩和などの環境整備を進めなければならない。デフレ脱却は重要ではあるが、多くの国民は単に物価が上がることを望んではいない。企業収益や雇用・所得の増加がそれに伴うことを望んでいるのである。その両方が実現するためには実質成長率が上昇しなければならない。このためには成長力強化のための取り組みと金融面からの後押しが必要である(白川方明, 上掲「成長力の強化に向けて：日本経済の課題」11-15ページ)。成長力の強化は、働いて価値を生むという実体的な努力によって実現するものである。実質成長率が上って初めて物価が上昇するのである。デフレは成長力の強化を通じて克服されるものである。成長力強化のためには企業のチャレンジ精神が重要である。成長力という経済の基礎体力を改善せずに物価だけを引き上げようとすれば、それが一時的に成功したとしても、活水準や財政バランスが改善せず、副作用が発生する(白川方明, 上掲「グローバリゼーションと人口高齢化：日本の課題」8, 12ページ)と。ここには黒田総裁が「量的・質的金融緩和」を実施する以前に、その政策に対する批判的視点がすでに示されている。

- (31) 白川方明, 前掲「デフレ脱却へ向けた日本銀行の取り組み」14-15ページ。

- (32) 白川方明, 同上講演, 16ページ。

- (33) 木内登英 (2022) 29-30, 41-42, ページ。

- (34) NHKスペシャル「証言ドキュメント日銀「異次元」の10年」テレビ配信, 2023年4月16日(「NHKスペシャル」でパソコン検索可)。

- (35) 上川龍之進 (2014) 233, 238 ページ。
- (36) 安倍晋三 (2023) 111 ページ。
- (37) 白川方明「物価安定のもとでの持続的成長に向けて——きさらぎ会における講演——」日本銀行, 2012年11月12日。
- (38) 白川総裁は次のように述べている。日本銀行の考え方は、現在ゼロ%近傍で推移している消費者物価について、当面「プラス1%」を目指して、その実現に最大限の努力を尽くすということである。デフレからの脱却は、成長力と金融面からの後押し両方が揃って初めて実現するものである。日本銀行はすでに積極的な金融緩和政策を実施してきている。日本銀行による大量の長期国債の買入れが、財政ファイナンスであるという誤解が生じると長期、金利が上昇し、財政再建だけでなく実体経済にも悪影響を与えることになる。3%という物価目標は現実的でない。また、経済に対する悪影響が大きい。我が国においてはバブルで景気が最も加熱した時期においても物価上昇率は海外の物価上昇率よりも低く、平均1.3%であった。そうした状況を踏まえると、日本の家計や企業が「物価が安定している」と考える物価上昇率は、欧米の場合よりは幾分低いと判断される。国民が望んでいるデフレ脱却とは、単に物価だけが上昇する状態ではなく、企業収益や雇用の上昇などを伴って、経済が全体として改善し、その結果として物価が緩やかに上昇していく状態である。今まで経験したことのない物価上昇率だけが信じられた場合には、長期金利がまず上がって、財政再建にも実体経済にも悪影響が出る。「中央銀行の独立性」は尊重されなければならない、と（「総裁記者会見要旨——2012年11月20日」日本銀行, 2012年11月21日）。また、上川龍之進 (2014) 239-240 ページ参照。
- (39) 日本銀行「政策委員会・金融政策決定会合議事録」2012年12月19, 20日開催, 110-111, 125-127 ページ。
- (39-1) 白川総裁は通貨などに対する「信認」をきわめて重視していた。このことについては白川方明「通貨、国債、中央銀行—信認の相互依存性—」日本金融学会 2011年度春季大会における特別講演, 2011年5月28日, 日本銀行ホームページ掲載, を参照されたい。
- (40) NHK テレビ「日銀会合 10年前の議事録公開 “2%物価目標を” 安倍氏が要請」2023年1月31日。
- (41) 木内登英「2012年下期の日銀決定会合議事録が公表される：異次元緩和につながる政策姿勢の変遷と政治の影響を検証できるか」NRI ナレッジ・インサイト (コラム) 2023年1月30日。
- (42) 安倍晋三 (2023) 113 ページ。
- (43) 上川龍之進 (2014) 233-234, 238-239, 241 ページ, 等。
- (44) 前掲, NHK スペシャル「証言ドキュメント日銀 “異次元” の10年」。
- (45) 白川方明, 前掲「中央銀行の役割, 使命, 挑戦」13-14 ページ。「物価の安定」とは、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」のことである（日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」(2013年1月22日) 1 ページ)。

- (46) 日本銀行「政策委員会金融政策決定会合議事要旨 (2013年1月21, 22日開催分)」同行, 21 ページ。伊豆久 (2015) 52 ページ。
- (47) 安倍晋三 (2023) 112 ページ。
- (48) NHK テレビ, 前掲「日銀会合 10年前の議事録公開“2%物価目標を”安倍氏が要請」。
- (49) 木内登英 (2022) 66 ページ。
- (50) 木内登英, 同上書, 65-66 ページ。
- (51) 白川方明, 前掲「中央銀行の役割, 使命, 挑戦」12-13 ページ。
- (52) 白川方明, 同上講演, 14 ページ。
- (53) 安倍晋三 (2023) 113 ページ。
- (54) 黒田東彦「量的・質的金融緩和——読売国際経済懇話会における講演——」日本銀行, 2013年4月12日, 9-10 ページ。
- (55) 日本銀行「量的・質的金融緩和の導入について」(2013年4月4日)『政策委員会金融政策決定会合議事要旨 (2013年4月3, 4日開催分)』同行。
- (56) 木内登英 (2022) 66 ページ。
- (57) 黒田東彦「なぜ『2%』の物価上昇を目指すのか——日本商工会議所における講演——」日本銀行, 2014年3月20日。
- (58) 木内登英 (2018) 404 ページ。
- (59) 木内登英 (2022) 29 ページ。
- (60) 井上哲也 (2013) 43 ページ。
- (61) 宮尾龍蔵 (2016) 129 ページ。
- (62) 前掲「政策委員会金融政策決定会合議事要旨」(2013年4月分) 8-9 ページ。
- (63) 木内登英 (2017) 31 ページ。
- (64) 伊豆久 (2015) 56-58 ページ。
- (65) 翁邦雄 (2022) 139 ページ。
- (66) 日本銀行, 前掲「『量的・質的金融緩和』の導入について」。
- (67) 宮尾龍三 (2016) 221-222 ページ。
- (68) 黒田東彦, 前掲「量的・質的金融緩和——読売国際経済懇話会講演——」2-3 ページ。日本銀行の政策委員会・金融政策決定会合は, 2013年4月4日に, 「2%の『物価安定の目標』を, 2%程度の期間を念頭において, できるだけ早期に実現する」ということを決定した (日本銀行「『量的・質的金融緩和』の導入について」2013年4月4日)。
- (69) 同上, 1-2, 9-10 ページ。
- (70) 小宮隆太郎他編 (2002) 415 ページ。  
サージェントは1982年に発表した論文の中で, 財政, 金融面での制度的変更に基づく通貨当局に対する信認の回復がインフレーションを収束させたことを明らかにした (我孫子勇一・早川英男 (1986) 85 ページ)。岩田規久男学習院大学名誉教授は, サージェントが, 人々のインフレ予想の変化がハイパーインフレーションを終了させたと説明し, この予想の変化が政策のレジームチェンジによるものであり, 政府・中央銀行の政策ルールを変えることで, このルールに従って行動している家計や企業がそれに反応して行動するということを指摘した, と述べている (「岩田規久男前

日銀副総裁に聞く『デフレとの闘い、アベノミクスの今後』『MARR(マール)』第292号、2019年2月号)。

クルーグマン (Krugman) が、1998年に発表した論文で、ゼロ金利制約下でも、インフレ予想への働きかけにより金融政策に効果があると主張していた。この理論が岩田規久男氏らのリフレ派に大きな影響を与えた (服部茂幸 (2022) 3-4 ページ)。

- (71) 岩田規久男 (2001) 301-302 ページ。
- (72) 小宮隆太郎他編 (2002) 456-457 ページ。
- (73) 小宮隆太郎他編, 同上書, 458 ページ。
- (74) 小宮隆太郎他編, 同上書, 275 ページ。
- (75) 黒田東彦「『期待』に働きかける金融政策：理論の発展と日本銀行の経験」〔オックスフォード大学における講演の邦訳〕日本銀行, 2017年6月8日, 2-4 ページ。同「『量的・質的金融緩和』と経済理論」〔スイス・チューリッヒ大学における講演の邦訳〕日本銀行, 2017年11月13日, 3-4 ページ。

中央銀行にとっての「インフレ期待」, 「インフレ予想」の重要性については日本銀行企画局 (2008) が述べていた (1-2 ページ)。

岩田規久男副総裁も「インフレ」予想の引き上げの重要性を強調していた。同副総裁は、「中央銀行がインフレ目標の達成にコミットし、その実現を目指して思い切った金融緩和政策を実施することによって、人々の期待がデフレ予想からインフレ予想に代わり、行動が変わり、経済の動きが変わってきます。このことが、政策効果実現の大きな鍵を握っています。」と述べている。予想インフレ率の上昇を通じた予想実質金利の低下による投資需要の家計の住宅需要などの需要増加にも言及している (岩田規久男「『量的・質的金融緩和』のトランスミッション・メカニズム——「第一の矢」の考え方——」京都商工会議所における講演, 日本銀行, 2013年8月28日, 4-5, 8-9 ページ)。

- (75-1) 白井さゆり「我が国の金融政策とフォワードガイダンス—金融政策運営のコミュニケーション政策—」(ワシントンにおける講演の邦訳) 日本銀行, 2013年9月21日, 12-15 ページ。白井さゆり日銀審議委員は、フォワード・ガイダンスについて次のように述べている。2%の物価安定目標を達成するためには我が国の市場と国民の「中長期インフレ期待」を2%程度の水準まで引き上げたうえでそれを安定化(アンカー)していくことが前提となる。そのためには日本銀行の「フォワードガイダンス」が重要となる。その目的は、第1に、金融政策運営の明確化、第2に、緩和的な金融政策を将来にわたって継続することを約束することであると (3, 5 ページ)。
- (76) 黒田東彦, 前掲「『期待』に働きかける金融政策」6-7 ページ。黒田東彦, 前掲「『量的・質的金融緩和』と経済理論」2-5, 7 ページ。

黒田総裁は、2013年に、わが国では、15年近くデフレが継続した結果「デフレ期待」が定着しており、「物価が上がりにくい体質」が染み付いており、ここから抜け出すためには、人々の期待に直接働きかけて、「デフレ期待」を払拭すること、すなわち、人々の予想インフレ率を引き上げるような政策に踏み込まなければならない、と述べている (黒田東彦「デフレからの脱却と『量的・質的金融緩和』——きさらぎ会

- における講演」2013年9月20日、9-10ページ)。
- (76-1) 中山興・大島一朗 (1999) 1ページ。
- (76-2) 日本銀行企画局 関根等 (2008) 2-5ページ。日本銀行企画局 西口等 (2014) 1-6ページ、平木一浩・平田渉 (2020) 2-27ページ等を参照。(中山興・大島一朗 (1999) は企業やエコノミストの期待形成が適格的、保守的となりがちであり、家計の期待形成が合理的であると述べているが (10ページ)、注77に示された図表8からはこのような傾向は看取できない)。
- (77) 前掲「『量的・質的金融緩和』と経済理論」に掲載されている図表8の「予想インフレ率」および注101を参照。
- (77-1) 服部茂幸 (2020) 151-152ページ。翁邦雄 (2022) 140ページ。また注80も参照されたい。
- (77-2) 中園善行 (2023) 104ページ。
- (78) 中山興・大島一朗 (1999) 1-2ページ。竹光大士 (2014) も、期待インフレの安定には中央銀行の信認が重要である、と述べている (30ページ)。
- (79) 翁邦雄 (2022) 139ページ等。また注82-1も参照。
- (80) 藤原一平「慢性的なデフレと金融政策のレジーム・チェンジ：長期的流動性の罍の下での政策オプション」独立行政法人経済産業研究所、ノンテクニカルサマリー、2014年度。Fujiwara Ippei, Nakazono Yoshiyuki, Ueda Kozo (2014), p. 22, p. 24.
- (81) 馬場正弘 (2018) 301ページ。
- (82) 翁邦雄 (2022) 144, 146ページ。
- (82-1) 中園善行 (2023) は人々の期待が働かなかった要因として、次の4点を指摘している。①金融緩和の余地が小さかったこと、②金融緩和が複雑すぎて企業や消費者の理解が困難であったこと、③インフレ予想の決定メカニズムがよくわかっていなかったこと、④2%のインフレ目標の導入に人々が期待を変化させる効果が乏しかったこと (104-106ページ)。中園善行 (2023) は量的・質的金融緩和の作用メカニズムが明確でないと述べている (99-102ページ)。
- (83) 黒田東彦、前掲「『期待』に働きかける金融政策」10ページ。渡辺努 (2021) は「予想に働きかける政策」の意義と限界について論じている (4-15ページ)。
- (84) 黒田東彦「『量的・質的金融緩和と金融システム』——活力ある金融システムの実現に向けて——」(日本金融学会2013年度春季大会における特別講演) 日本銀行、2013年5月26日、1ページ。
- (85) 黒田東彦「なぜ『2%』の物価上昇を目指すのか—日本商工会議所における講演—」2014年3月20日、2-3ページ。黒田総裁はデフレの問題点として次のようなことを挙げている。デフレの下では、製品やサービスの価格をひきあげることができないため、売上げや収益は伸びない、そこで、人件費や設備投資をできるだけ抑制することになる。家計においては、賃金が上がらないため、消費を抑えようとする。家計が消費を抑えると、企業は、消費を取り込むために、製品やサービスの価格を引き下げざるを得なくなる。デフレは企業の投資判断にも影響する。デフレ期待が定着すると、名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利は高止まりし、企業

の設備投資意欲が削がれることとなるからである。家計にとっても、物価が下落すると予想すれば、消費をできるだけ先送りしようとする。デフレ下では、設備投資や消費が抑制される一方で、余剰資金が現預金として保有されることになる、と(2-3ページ)。

- (86) リフレ派は数%程度の緩慢な物価上昇率を通貨当局が目標に定めるとともに通貨供給量を増大させることによって不況を脱し、経済の安定的成長を図ろうとする人々のことである。リフレ派を批判している早川英男(2016)は、「量的・質的金融緩和」の限界を認めつつ、黒田総裁やそれを支える日本銀行のスタッフたちは「リフレ派」の主張するマネタリズムを信じていなくてもいいが、にもかかわらずマネタリーベース目標を中核に置き始めたのは市場に大きなショックを与えると「過度の円高」を是正する可能性があるかと踏んだからであろうと解釈し、この意味で「量的・質的金融緩和」には一定の合理性があったと考えている(早川英男(2016)2-3, 119, 122ページ)。

黒田総裁はリフレ派に近かったが、消費税への評価には両者には大きな違いがあった。リフレ派は消費税増税を諸悪の根源とみなしたが、旧大蔵省で主税局担当が長い黒田総裁はそうではなかった(「リフレ派と黒田氏を分かつもの」『日本経済新聞』2023年4月29日付)。2014年4月の消費税引上げを前に岩田副総裁は「異次元緩和の効果に悪影響が出る」懸念をしていたが、黒田総裁はそれが「景気に与える影響は極めて限定的」であると主張した(前掲NHKスペシャル)。

- (87) 黒田東彦、前掲「量的・質的金融緩和——読売国際経済懇話会における講演——」1-2ページ。「量的・質的金融緩和」は、インフレ予想に直接働きかけ、2%まで引き上げることを狙ったものであり、これを実現するために、①2%の「物価安定の目標」を早期に安定的に実現するという明確な約束を示したうえで、②その決意を裏打ちするために、従来とは明らかに一線を画する、大規模な金融緩和を行うというものであった(黒田東彦「デフレ克服—我々の挑戦—」ニューヨークにおける講演の邦訳、日本銀行、2013年10月10日、2ページ)。
- (88) 日本銀行「『量的・質的金融緩和』の導入について」2013年4月4日。黒田東彦、前掲「『量的・質的金融緩和と金融システム』」2ページ。
- (89) 黒田東彦、上掲講演、2ページ。
- (90) 黒田東彦、前掲「量的・質的金融緩和——読売国際経済懇話会における講演——」9ページ。
- (91) 早川英男(2016)59ページ。
- (92) 黒田東彦、前掲「量的・質的金融緩和——読売国際経済懇話会における講演——」9ページ。

早川英男氏は円高是正を「量的・質的金融緩和」の目的として重視している(注86参照)。

白井さゆり審議委員は金融緩和が円の為替相場に間接的な影響を及ぼすことを認めている(白井さゆり、前掲講演、16ページ)。

中曾宏副総裁は、「物価安定の目標」実現への明確なコミットメントとそれを裏打ちする政策である「量的・質的金融緩和」が物価の上昇をもたらす3つのルートとして、

- ①マクロ的な需給バランスの改善（プラス幅の拡大）、②中長期的な予想物価上昇率の上昇、③為替相場の動きや国際商品市況の上昇に基づく輸入物価の上昇を挙げており、中長期的な予想物価上昇率が「物価安定の目標」実現の大きな鍵を握っていることを認めつつ、為替相場の低落とそれに基づく物価への影響を否定していない（中曾宏（2013）『量的・質的金融緩和』の基本的考え方」内閣府経済社会総合研究所主催 国際コンファレンスにおける講演の邦訳、日本銀行、5月、3ページ）。
- (93) 黒田東彦、前掲「量的・質的金融緩和」と金融システム」3ページ。  
岩田規久男副総裁の、2%インフレ目標コミットメントとマネタリーベース増加による予想インフレ率上昇の波及効果についての説明については、注75の中に記載されている同副総裁の講演において示された『量的・質的金融緩和』の波及経路」という図を参照されたい。
- (94) ポートフォリオ・リバランス政策の意義として、まず、有価証券投資や貸出の増大を通じて経済活動の活性化を図ることが挙げられる（建部正義（2016）106ページ）。また、「無担保コールオーバーナイト（翌日物）金利」が0.1%に低下して政策金利をさげて資本コストを低下させることが困難な状況の下で、ポートフォリオ調整を通じて国債以外のリスク資産の期待収益率を下げ、資金コストを引き下げることが挙げられる（米澤康博（2016）113、117ページ）。
- (95) 翁邦雄（2022）139、141ページ。
- (96) 黒田東彦「最近の金融経済情勢と金融政策運営——デフレからの脱却——」（内外情勢調査会における講演）2013年7月、日本銀行。
- (97) 木内登英（2017）46ページ。
- (98) 木内登英（2017）47ページ。実質金利が低下しても、投資によって十分な利益が得られる見通しがなければ、設備投資は困難である。
- (99) 齊藤壽彦（2014・3）6ページ。
- (100) 齊藤壽彦（2014・3）5-6ページ。松本朗（2015）131-144ページ。
- (101) 木内登英（2022）76-77ページ。2014年夏から2015年夏までの第2フェーズでは多くの予想物価上昇率指標が横ばいとなっており、2015年夏からの約1年間においては多くの予想物価上昇指標が弱含んでいる（日本銀行『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」2016年9月21日、日本銀行、5ページ）。
- (102) 齊藤壽彦（2014・3）8-9ページ。
- (103) 建部正義（2016）118-129ページ。
- (104) 吉川洋（2013）『デフレーション』193ページでは「デフレに陥った原因は、……バブル崩壊前後の不況と国際競争の中で大企業における雇用制度が大きく変わり、名目賃金が下がり始めたことである」と記されている。また、次の文献も参照されたい。小越洋之助（2016）「労働と貧困—労働力の世代的再生産の危機を考える」公益財団法人政治経済研究所『政経研究』第106号、6月、4-12ページ。齊藤壽彦（2019）「地域金融機関の事業性評価融資推進の背景（I）——金融環境および金融機関業務の変化を中心として——」『千葉商大論叢』第57巻第1号、14-15、39-40ページ。濱口桂一郎（2023）「日本の賃金が上がらないのは『美徳の不幸』



ゆえか？」『世界』年1月号，90-97 ページ。

- (105) 齊藤壽彦 (2014)，齊藤壽彦 (2015・9，2015・12)，齊藤壽彦 (2016)，黒田東彦，前掲「量的・質的金融緩和—読売国際経済懇話会における講演—」8-9 ページ。等を参照。
- (106) 『経済・物価情勢の展望』(2018年1月版)では，消費者物価の伸びは2019年度には，2%に達する可能性が高いということが記されていた(28 ページ)。
- 伊豆久 (2022) は物価安定目標を数値で示したことを批判している(35 ページ)。

### [参考文献]

- 安達孔・平木一浩 (2021) 「インフレ予想の計測手法の展開：市場ベースのインフレ予想とインフレ予想の期間構造を中心に」『日銀リサーチラボ』No. 21-J-1，6月。
- 我孫子勇一・早川英男 (1986) 「政策当局に対する『信認』とその意義—金融政策の有効性確保のための基礎条件」日本銀行『金融研究』第5巻第3号，7月。
- 安倍晋三 (聞き手等：橋本五郎，尾山宏，北村滋) (2023) 『安倍晋三回顧録』中央公論新社。
- 伊豆久 (2015) 「日銀の異次元緩和を考える～さらなる緩和はあるか～」日本証券経済研究所『証券レビュー』第55巻第2号，2月。
- 伊豆久 (2022) 「2%目標と異次元緩和政策」『証券レポート』8月。
- 井上哲也 (2013) 『異次元緩和』日本経済新聞出版社。
- 岩田一政・日本経済研究センター編 (2014) 『量的・質的金融緩和』日本経済新聞出版社。
- 岩田規久男 (2001) 『デフレの経済学』東洋経済新報社。
- 岩田規久男 (2018) 『日銀日記—五年間のデフレとの闘い』筑摩書房。
- 翁邦雄 (2020) 「『期待への働きかけ』とナラティブ—異次元緩和による事例研究—」大妻女子大学『社会情報学研究』第29号，12月。
- 翁邦雄 (2022) 『人の心に働きかける経済政策』岩波書店。
- 上川龍之進 (2014) 『日本銀行と政治』中央公論新社。
- 木内登英 (2017) 『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社。
- 木内登英 (2018) 『金融政策の全論点 日銀審議委員5年間の記録』東洋経済新報社。
- 木内登英 (2022) 『投資家の疑問に答える 日銀の出口戦略 Q&A』銀行研修社。
- 小宮隆太郎・日本経済研究センター編 (2002) 『金融政策論議の争点』日本経済新聞社。
- 齊藤壽彦 (2003) 「インフレ目標の設定は『デフレ』対策としてふさわしいか」千葉商科大学経済研究所『CUC [View & Vision]』第15号，3月。
- 齊藤壽彦 (2014・3) 「アベノミクス1年」『中小企業支援研究』Vol. 1，3月。
- 齊藤壽彦 (2014・6) 「日本銀行券に対する信認問題—日本国債の無制限的発行との関係を中心として—」関西学院大学『経済学論究』第68巻第1号，6月。
- 齊藤壽彦 (2015・9) 「近年における日本の金融政策と財政ファイナンス」『千葉商大論叢』第53巻第1号，9月。
- 齊藤壽彦 (2015・12) 「アベノミクス約3年の評価—「第1の矢」(大胆な金融政策)を

- 中心として——」公益財団法人政治経済研究所『政経研究』第105号, 12月。
- 齊藤壽彦 (2016) 「日本銀行のマイナス金利政策とその影響——副作用を中心として——」第54巻第1号。
- 齊藤壽彦 (2017・3) 「日本財政の持続可能性に対する信認の構造——財政構造の健全化, 財政健全化制度, 財政健全化目3月標を中心として——」第54巻第2号, 3月。
- 齊藤壽彦 (2017・10) 「マイナス金利政策と金融リスク」危機管理システム研究学会『ARIMASS研究年報』第15号, 10月。
- 齊藤壽彦 (2018) 「アベノミクスの評価——異次元金融緩和を中心として」国際善隣協会『善隣』第492号, 6月。
- 菅沼健司・丸山聡崇 (2019) 「日本のインフレ予想カーブの推計」『日本銀行ワーキングペーパー』N0.19-J-2, 4月。
- 竹光大士 (2014) 「期待インフレ～物価安定への中央銀行の役割～」農林中金総合研究所『金融市場』1月。
- 建部正義 (2016) 『なぜ異次元金融緩和は失策なのか』新日本出版社。
- 中園善行 (2023) 「量的・質的緩和 なぜ人々の期待は変化しなかったのか」『世界』1月号。
- 中原伸之 (2002) 『デフレ下の日本経済と金融政策』東洋経済新報社。
- 中山興・大島一郎 (1999) 「インフレ期待の形成について」日本銀行調査統計局『Working Paper』99-7, 12月。
- 日本銀行企画局 関根敏隆, 吉村研太郎, 和田智佳子 (2008) 「インフレ予想 (Inflation Expectations) について」『日銀レビュー』2008-J-15, 12月。
- 日本銀行企画局 西口周作・中島上智・今久保圭 (2014) 「家計のインフレ予想の多様性とその変化」『日銀レビュー』2014-J-1, 3月。
- 服部茂幸 (2020) 「マネタリーベースとインフレ予想——リフレ派経済学の幻想——」『同志社商学』第71巻第5号, 3月。
- 服部茂幸 (2022) 「黒田日銀はなぜデフレ脱却に失敗したのか」『同志社商学』第74巻第3号, 11月。
- 馬場正弘 (2018) 「デフレ経済下における家計のインフレ期待—調整速度の変化に関する考察—」敬愛大学『敬愛大学研究論集』第92号, 1月。
- 早川英男 (2016) 『金融政策の「誤解」——“壮大な実験”の成果と限界』慶應義塾大学出版会。
- 速水優 (2004) 『中央銀行の独立性と金融政策』東洋経済新報社。
- 原田泰・岩田規久男編著 (2002) 『デフレ不況の実証分析—日本経済の停滞と再生—』東洋経済新報社。
- 平木一浩・平田渉 (2020) 「ブレイクイーブン・インフレ率から抽出される日本の市場参加者の長期インフレ予想」『日本銀行ワーキングペーパー』No. 20-J-6, 9月。
- 松本朗 (2015) 「『異次元緩和』と円安・株高」『経済』8月。
- 南武志 (2006) 「デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方」『農林金融』第59巻9号, 9月。
- 南武志 (2012) 「『中長期的な物価安定の目途』と今後の金融政策運営」農林中金総合研究所『金融市場』第23巻3号, 256号, 3月。
- 宮尾龍蔵 (2007) 「量的緩和政策と時間軸効果」神戸大学『国民経済雑誌』第195巻第2号,

2月。

宮尾龍蔵（2016）『非伝統的金融政策：政策当事者としての視点』有斐閣。

吉鶴祐亮（2013）「量的・質的金融緩和の効果とその評価」国立国会図書館『調査と情報』第809号，12月。

渡辺務（2021）「『予想に働きかける政策』の意義と課題」『月刊 資本市場』第434号，10月。

Fujiwara Ippei, Nakazono Yoshiyuki, Ueda Kozo (2014) “Policy Regime Change against Chronic Deflation? Policy option under a long-term liquidity trap,” *RIETI Discussion Paper Series*, 14-E-019, April.

Krugman, Paul. R. (1998) “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, pp. 137-205.

Sargent, Thomas John (1982) “The Ends of Four Big Inflations,” in Hall, R.E. ed. *Inflation: Causes and Effects*, The University of Chicago Press.

(2023.5.25 受稿, 2023.7.21 受理)

〔抄 録〕

本論文では日本銀行の、「量的・質的金融緩和」を基礎づけた2%の「物価安定の目標」を中心として論述した。

2%の「物価の安定」がどのような過程を経て決定されたかをまず検討した。わが国経済がデフレーションに陥った状況のもとで物価の安定をどのように達成するかが大きな問題となった。この方策としてインフレターゲット設定が提起されたが、日本銀行は、当初(2000年以後)、その導入を否定した。2006年3月に、「中長期的な物価安定の理解」という表現を用いて、物価安定の数値表現を導入した。2012年2月に日本銀行は「中長期的な物価安定の目途」を1%とすることを決めた。日本銀行は「物価安定の目標」の設定に消極的であった。デフレ対策としては賃金の上昇とともに成長力の強化のための構造対策が必要であると考えていたのである。「物価安定の目標」を設定してそれが達成できないということとなると、日本銀行に対する信認が損なわれることを恐れていたのである。

2012年12月に自民党が選挙で大勝すると、安倍首相が2%の物価安定目標の導入を日本銀行に迫った。本論文では政府と日銀との対立という2%の物価安定目標の導入過程を立ち入って検討した。政府からの政治的圧力を受けて、日本銀行は2013年1月に2%という高い物価安定目標の導入を受け入れざるを得なかった。これが政府と日銀との共同声明で確認された。かくして2%の「物価安定の目標」が決定されたのである。

だがこの共同声明では日銀だけではこの目標が達成できないことが明らかにされていた。また、その達成時期は盛り込まれていなかった。それが達成できないと日銀や財政に対する信認が失墜する恐れがあったからである。本論文においては、金融政策委員会の議事録や総裁の講演録を用いながら、日本銀行は日本銀行に対する「信認」が毀損されることを何よりも恐れていたことを強調した。

2013年4月4日に日本銀行は「量的・質的金融緩和」という異次元金融緩和を導入した。本論文では「量的・質的金融緩和」について考察した。特に2%の「物価安定の目標」達成政策について立ち入って検討した。2年程度で2%の「物価安定の目標」を黒田総裁は「期待への働きかけ」と「量的・質的金融緩和」によって達成しようとしたのである。本論文では黒田総裁の「インフレ期待への働きかけ」と導入された「量的・質的金融緩和」手法について検討し、特に前者を詳しく考察した。またそれらの政策評価を行った。それらの政策に効果が全くなかったわけではなかったが、その効果はきわめて限定されており、2%の「物価安定の目標」を早期に達成しようとする政策はそもそも実現困難な政策であったと結論づけた。