

# なぜ，日本銀行の金融政策では デフレから脱却できないのか

岩田 規久男

日本経済は，GDP デフレーターでみると 95 年から，消費者物価指数でみると 98 年から，デフレに陥った。その後，本稿執筆時点の 2012 年 3 月にいたっても，デフレから脱却できずにいる。なぜ，このように長期にわたるデフレが続いているのであろうか。

デフレの原因に関しては，生産性向上による総供給曲線の下方シフト説，中国などの発展途上国からの安い輸入品の大量流入説，卸売りを省略した流通の効率化説，大量の不良債権を抱えた銀行の貸し渋り説，成長期待の消失説，生産年齢人口減少説など，さまざま非貨幣的要因説が登場した。しかし，これらの説はいずれも，「戦後，デフレに陥った国は日本だけである」という事実を説明できない，という致命的欠陥を抱えている（岩田 [2011]，第 4 章参照）。

筆者はこれまで，いくつかの著書で「日本の長期デフレとその結果である円高の根本的原因は，日本銀行の金融政策にあること」を理論的・実証的に明らかにしてきた（岩田 [2001]，[2002]，[2010] 等を参照）。そこで，本稿では，日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できない理由とデフレから脱却するための政策を明らかにしたい。

## 流動性供給に関する日銀理論

なぜ，日本銀行の金融政策ではデフレを脱却できないのであろうか。それに対して，リーマン・ショック後，米連邦準備制度理事会 (FRB) がデフレを阻止し，個人消費支出物価指数 (PCE 価格指数) の年率を長期目標水準である 2% (2010 年から 2011 年の 2 年間の平均は 2.1%) に維持できているのは，なぜである

うか。

以下で明らかにするように、日本がいつまでもデフレから脱却できないのは、日本銀行が「金融政策によって市場のデフレ予想をインフレ予想に変えることができる」ことを理解していないためである。すなわち、「中央銀行が物価安定目標の達成にコミットした上で、流動性(マネタリー・ベース、準備預金、超過準備預金など)を適正に供給すれば、民間の中期的予想インフレ率を目標インフレ率近辺に維持し、それによって、実際のインフレ率も目標水準に維持できる」ことを、日銀は理解していない。そのために、日銀は間違った金融政策を一生懸命実施しているのである。

日銀の金融政策を特徴付けている流動性供給に関する考え方は、白川方明日本銀行総裁の記者会見(2009年11月20日(金))で述べられている。それは次の(1)から(3)に要約される。これを、「流動性と物価の関係に関する日銀理論」と呼ぶことにする。

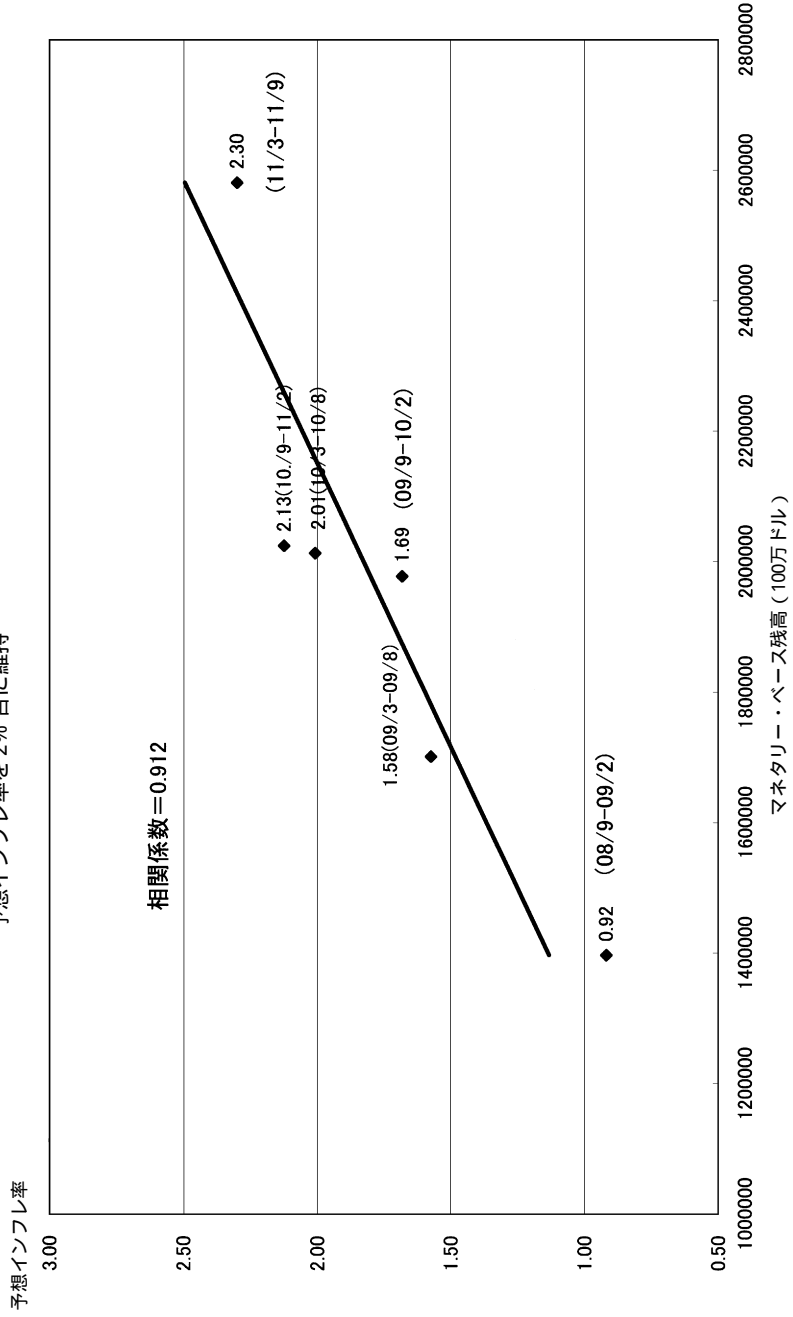
- (1) 経済全体が大きな流動性制約に直面している場合には、中央銀行による流動性の供給は、物価の下落を防ぐ上で大きな効果がある。
- (2) しかし、流動性制約が原因となって投資が実施されないといった経済状況ではない場合、つまり、需要自体が不足している場合には、中央銀行が流動性を供給するだけでは物価は上昇しない。
- (3) (2)は、リーマン・ショック後の米国の経験をみても分かる。FRBはかつての日銀の量的緩和と同じように、超過準備という形で流動性を供給しているが、それ自体によって物価を押し上げていく効果は乏しく、流動性制約が経済活動を縛る状況ではない局面では、流動性供給には物価を上昇させる力はないことを示している。

## 事実に反する日銀理論

うへの白川日銀総裁が指摘する(3)は、事実に反する不可解な発言である。

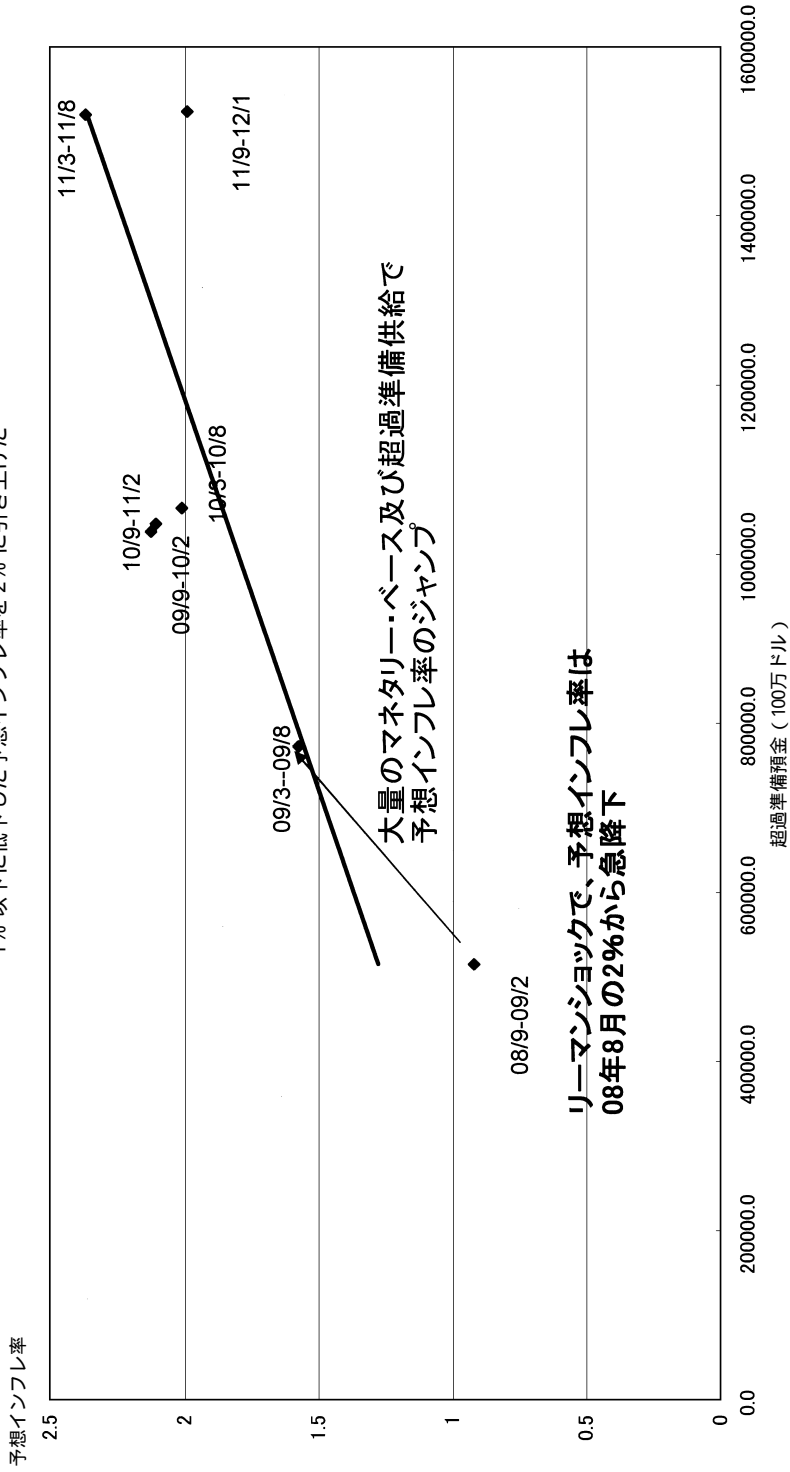
図表1は、リーマン・ショック(2008年9月15日)後の米国のマネタリー・ベースの半年間の平均残高と同じく半年間の平均予想インフレ率との関係をプロットしたものである。この図表は、マネタリー・ベース残高が増え続けると、予想インフレ率は上昇する、という統計的に有意な関係があることを示してい

図表1 リーマン・ショック後、米国はマネタリー・ベースを急増させて、  
予想インフレ率を2% 台に維持



(注) マネタリー・ベース残高と予想インフレ率は6ヶ月平均。  
(資料) 米連邦準備制度理事会。

図表2 リーマン・ショック後、FRBは超過準備を急増させて、1%以下に低下した予想インフレ率を2%に引き上げた



(注) 超過準備預金と予想インフレ率は6ヶ月平均。  
 (資料) 米連邦準備制度理事會ホームページ。

る。なお、予想インフレ率は普通国債（10年もの）と物価連動国債（10年もの）の利回り差である。

図表2は、マネタリー・ベースのうちの超過準備と予想インフレ率との間にも、前者が増えると、後者は上昇する、という関係があることを示している

リーマン・ショック後、米国の予想インフレ率は1%以下に低下した（図表2の08/9-09/2）。しかし、デフレを絶対に避けようとするFRBのマネタリー・ベースやその一部である超過準備の大量供給で、2010年には、予想インフレ率はFRBの長期的目標である2%に上昇した。

### 予想インフレ率と実際のインフレ率の関係

それでは、予想インフレ率と実際のインフレ率の間にはどのような関係があるであろうか。

図表3と図表4は、米国の実際のインフレ率（個人消費支出物価指数の前年同月比、以下、PCEインフレ率）と予想インフレ率の各期間毎の平均と標準偏差を示したものである。リーマン・ショックの影響を分離するために、採用した期間はリーマン・ショックが起きた2008年9月をまたがないようにとってある。図表3と図表4から次のことがわかる。

実際のインフレ率は予想インフレ率よりも大きく変動し、その標準偏差は予想インフレ率の2倍から6倍に達している（図表4）。2006年1月から2008年8月の期間の実際のインフレ率の標準偏差は極めて大きい。それは、この期間に石油価格が高騰し続けたからである。

実際のインフレ率に比べて、予想インフレ率の標準偏差が小さいことは、予想インフレ率が安定していることを示している。

実際のインフレ率は予想インフレ率よりも大きく変動しているが、両者の平均値にはそれほど大きな差はない（図表3）。

以上から、実際のインフレ率は石油価格の高騰と急落などのために大きく変動するが、中長期的には、比較的安定している予想インフレ率の水準に収斂する傾向がある、といえる。この事実は、中長期的な実際のインフレ率をある一定の狭い範囲に維持するためには、金融政策によって、予想インフレ率を一定の狭い範囲に維持することが不可欠であることを示している。

図表 3 米国の実際の平均インフレ率と平均予想インフレ率

	平均 PCE インフレ率	平均予想インフレ率	乖離ポイント
2003/1 - 2008/8	2.7	2.3	0.4
2003/1 - 2005/12	2.5	2.3	0.2
2006/1 - 2008/8	2.8	2.4	0.4
2008/9 - 2011/12	1.6	1.9	0.3
2008/9 - 2010/8	1.2	1.7	0.5
2010/9 - 2011/12	2.2	2.2	0.0

(注) 平均予想インフレ率は普通国債 (10 年物) と物価連動国債 (10 年物) の利回り差乖離ポイントは、平均 PCE インフレ率から平均予想インフレ率を引いた値。

(資料) Bureau of Economic Analysis. Board of Governors of the Federal Reserve System. (以下、米 FRB と略す)

図表 4 米国の実際のインフレ率と予想インフレ率の標準偏差

	PCE インフレ率の 標準偏差	予想インフレ率の 標準偏差	倍 率
2003/1 - 2008/8	0.67	0.23	2.9
2003/1 - 2005/12	0.55	0.29	1.9
2006/1 - 2008/8	0.71	0.11	6.3
2008/9 - 2011/12	1.20	0.54	2.2
2008/9 - 2010/8	1.33	0.58	2.3
2010/9 - 2011/12	0.63	0.23	2.7

(注) 倍率は PCE インフレ率の標準偏差を予想インフレ率のそれで序した値。

(資料) Bureau of Economic Analysis. 米 FRB

## インフレーション・ターゲティングにおける予想インフレ率の位置づけ

### インフレーション・ターゲティングにおけるコミットメントの役割

以上のように、中長期的な予想インフレ率が安定的であると、物価の安定化が図られる。この事実を理論化し、それを金融政策の応用したものが「インフレーション・ターゲティング」である。

B. バナンキ FRB 議長はボストン連銀の会議でのスピーチで、インフレーション・ターゲティングにおける中央銀行のインフレ目標達成へのコミットメントと予想の関係について、次のように述べている (Bernanke [2011])

今回の危機 (リーマン・ショック後の金融危機) に先立つ 20 年の間に、セントラル・バンカーと経済学界は、金融政策の知的かつ制度的枠組み (フレ

岩田規久男：なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか

ームワーク)について次のような本質的にはコンセンサスに達した。

そのコンセンサスとは、「金融政策の枠組みには、中央銀行の中期的な物価の安定に対する強いコミットメントと中央銀行の政策目的および経済予測に関する高度な透明性が不可欠である」というものである。

このコンセンサスを受け入れた金融政策は、中央銀行が市場の長期的な予想インフレ率を一定の水準に安定的に維持することを可能にする。安定した長期的なインフレ予想は、金融政策が効果的に短期的な生産と雇用の安定化を達成できるための基礎になる。

と のような金融政策の枠組みは「フレキシブル・インフレーション・ターゲティング(以下、伸縮的インフレーション・ターゲティング)」と呼ばれる。すなわち、伸縮的インフレーション・ターゲティングとは、経済ショックが起きたときに、生産の潜在的生産能力からの乖離や雇用の完全雇用水準からの乖離を穏やかなものにするように、そのショックに伸縮的に対応しつつ、中期的なインフレ目標の達成にコミットする金融政策である。換言すれば、伸縮的インフレーション・ターゲティングとは、「中央銀行に課せられた中期的なインフレ目標の達成という規律と短期的な政策の伸縮性との結合」の枠組みである。

## FRB の金融政策とインフレーション・ターゲティングとの関係

それでは、FRB の金融政策と伸縮的インフレーション・ターゲティングの枠組みとはどのような関係にあるであろうか。両者の関係について、バーナンキ FRB 議長は上に引用したスピーチで、次のように述べている。

FRB は「雇用の最大化」と「物価の安定」という二つの目的について議会に対し説明責任を負っている。そのため、公式的なインフレの数値目標を持っていない。しかし、FRB の金融政策は伸縮的インフレーション・ターゲティングの要素を多く備えている。FOMC は経済活動と雇用の循環の変動を相殺するために、政策の伸縮性を維持しつつ、中期的にインフレを安定化することにコミットしているからである。

以上( , , 及び )のバーナンキ議長の考えは、連邦公開市場委員会(FOMC)のメンバーによって共有され、従来から PCE インフレ率に注目し、2%

図表5 2011年7月 議会に対する金融政策報告書における  
連邦公開市場委員会メンバーの予測値

Variable	Central tendency <sup>1</sup>			
	2011	2012	2013	Longer run
Change in real GDP .....	2.7 to 2.9	3.3 to 3.7	3.5 to 4.2	2.5 to 2.8
April projection .....	3.1 to 3.3	3.5 to 4.2	3.5 to 4.3	2.5 to 2.8
Unemployment rate .....	8.6 to 8.9	7.8 to 8.2	7.0 to 7.5	5.2 to 5.6
April projection .....	8.4 to 8.7	7.6 to 7.9	6.8 to 7.2	5.2 to 5.6
PCE inflation .....	2.3 to 2.5	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0
April projection .....	2.1 to 2.8	1.2 to 2.0	1.4 to 2.0	1.7 to 2.0
Core PCE inflation <sup>3</sup> .....	1.5 to 1.8	1.4 to 2.0	1.4 to 1.0	
April projection .....	1.3 to 1.6	1.3 to 1.8	1.4 to 2.0	

(1) 高い予測値と低い予測値3名の予測値を除く。

を目標としていた。したがって、後述の「PCE インフレ率2%を長期目標とする」というFOMCの2012年1月25日の公表は、実際のFOMCの金融政策の枠組みを人々に明確に伝えることによって、金融政策の透明性と説明責任を高めて、長期インフレ予想を2%(PCEインフレ率)に安定化させることを狙ったもの、と解釈できる。

図表5は、一例として、2011年7月の『議会に対する金融政策報告書』に示されたFOMCのメンバーの予測値を示したものである。

「FOMCのメンバーの予測値は、適切な金融政策と経済に対して更なるショックは起きないことを前提条件としている。長期のインフレ予測に示されたインフレ率は、FOMCのメンバーが雇用の最大化と物価の安定というFRBの目的と整合的である長期的インフレ率である」(Bernanke [2011])。図表5の予測表から、FOMCは2年程度の間にはほぼ2%のPCEインフレを達成しようとしていることが分かる。

## 2012年1月25日のFOMCのプレス・リリースの意義

2012年1月25日に、FOMCは「FOMCは金融政策の決定を、人々に対してできる限り明確に説明することに努めている。そうした明確さは、家計と企業が十分な情報をもって意思決定することを助け、経済的・金融的不確実性を低下させ、金融政策の効果を増大させ、金融政策の透明性と説明責任を高める。



こうしたことは、「民主主義社会の不可欠の要素である」(2012年1月25日のFOMCのプレス・リリース)と述べて、インフレの長期的な目標を公表した。すなわち、「長期的なインフレ率は主として (primarily) 金融政策によって決定される。したがって、FOMCはインフレの長期的な目標 (long-run goal for inflation) を明確にする能力を持っている。FOMCは、個人消費支出物価指数 (PCE物価指数)の年率の変化で測って、2%のインフレがFRBに法的に課せられた義務 (雇用の最大化、物価の安定および穏やかな長期金利 引用者注)と長期的に整合的である、と判断した。このインフレ目標を人々に明らかにすることによって、長期インフレ予想は確実に安定的な水準に維持される。そして、長期インフレ予想が安定すると、物価の安定化と穏やかな長期金利が達成され、重大な経済混乱に直面したときに、FOMCが雇用の最大化を促進し得る能力が高められる」。

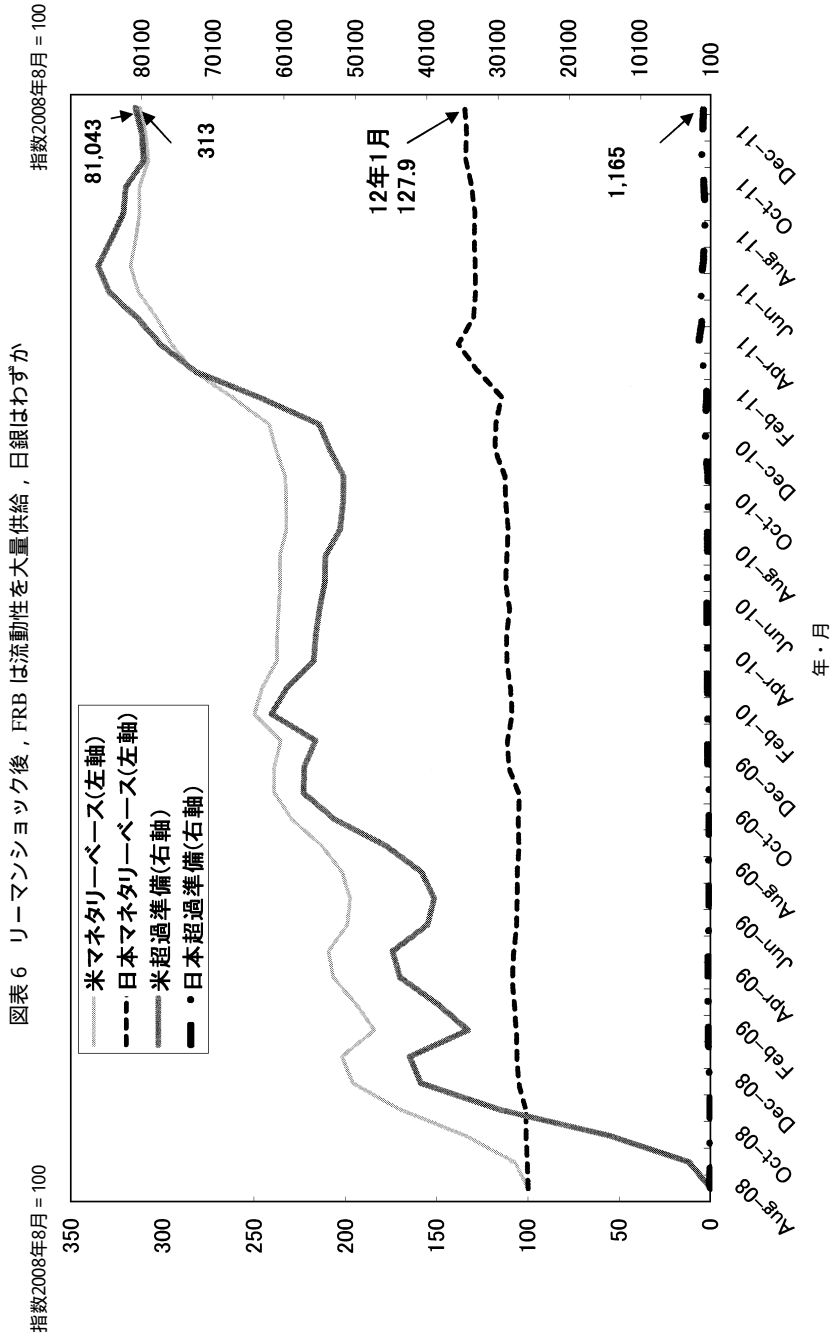
以上の考え方に基づいて、FRBはリーマン・ショック後、政策金利をゼロに設定するとともに、マネタリー・ベースと超過準備預金を急増させて(図表6)、市場の長期インフレ予想をほぼ2%に維持することに成功したのである(図表3)。

## FRBの物価の安定と雇用の最大化の関係

FRBは物価の安定だけでなく、雇用の最大化の達成義務も負っている。これについては、上のプレス・リリースは次のように述べている。

「雇用の最大水準は主として、労働市場の構造と動学的変化に影響する非貨幣的要因によって決定される。これらの要因は時間とともに変化し、直接的に計測できない可能性がある。したがって、雇用に関して固定した目標 (goal) を設定することは適切でない。……FOMCは年4回、長期的に正常な経済成長率と雇用水準の推定値を発表している。最近のFOMCの長期的に正常な失業率の推定の中央値は5.2%から6%である。

FOMCが金融政策を決定するときには、インフレの長期的目標からの乖離とFOMCが推測する最大の雇用水準からの乖離とを、ともに小さなものにとどめることに努める。これらの目的は一般的には補完的である。しかし、FOMCが補完的でないと判断する状況が起きたときには、雇用とインフレがFRBの



(資料) FRB ホームページ。日本銀行ホームページ。

義務と整合的であると判断される水準に戻ると予想される時間の相違と両者の乖離の大きさを考慮して、二つの目的の達成にバランスをとることにする。」

実際のインフレ率がほぼ長期目標に一致しても、失業率は長期的に正常な水準を上回る可能性がある。とくに、リーマン・ショック後の100年に一度といわれるような金融危機の後には、失業率が長期的に正常な水準に戻るには時間がかかる。上の引用文の最後の「バランスをとる」とは、実際のインフレ率が長期目標にほぼ一致しても、失業率が長期的に正常な水準に戻らない場合には、実際のインフレ率が長期目標をしばらくの間上回ることを許容することを述べたもの、と解釈できる。

### なぜ、予想インフレ率が上がると、デフレを脱却できるのか

1990年代以降の日本やリーマン・ショック後の米国のように、政策金利がほぼゼロになっても、マネタリー・ベースやその一部である準備預金（日本では、日銀当座預金）や超過準備預金を大量に供給する、いわゆる「量的緩和」によって、デフレを阻止したり、デフレから脱却することができる。ここでは、そのメカニズムを、実際のデータで証拠を示しながら、明らかにしておこう。

日本でも、米国同様に、中央銀行が流動性を供給し続ければ、予想インフレ率は上昇する（図表7、8及び9参照）

予想インフレ率が上昇すると、株価が上がる（図表10）

株価が上がると、企業設備投資が増える（図表11）

予想インフレ率が上昇すると、生産が拡大する（図表12）

予想インフレ率が上昇すると、円安になる（図表13）

円安になると、企業設備投資が増える（図表14）

円安になると、輸出が増え、輸入が減る（図表15）

円安になると、雇用が増える（図表16）

円安になると、実質GDPが増える（図表17）

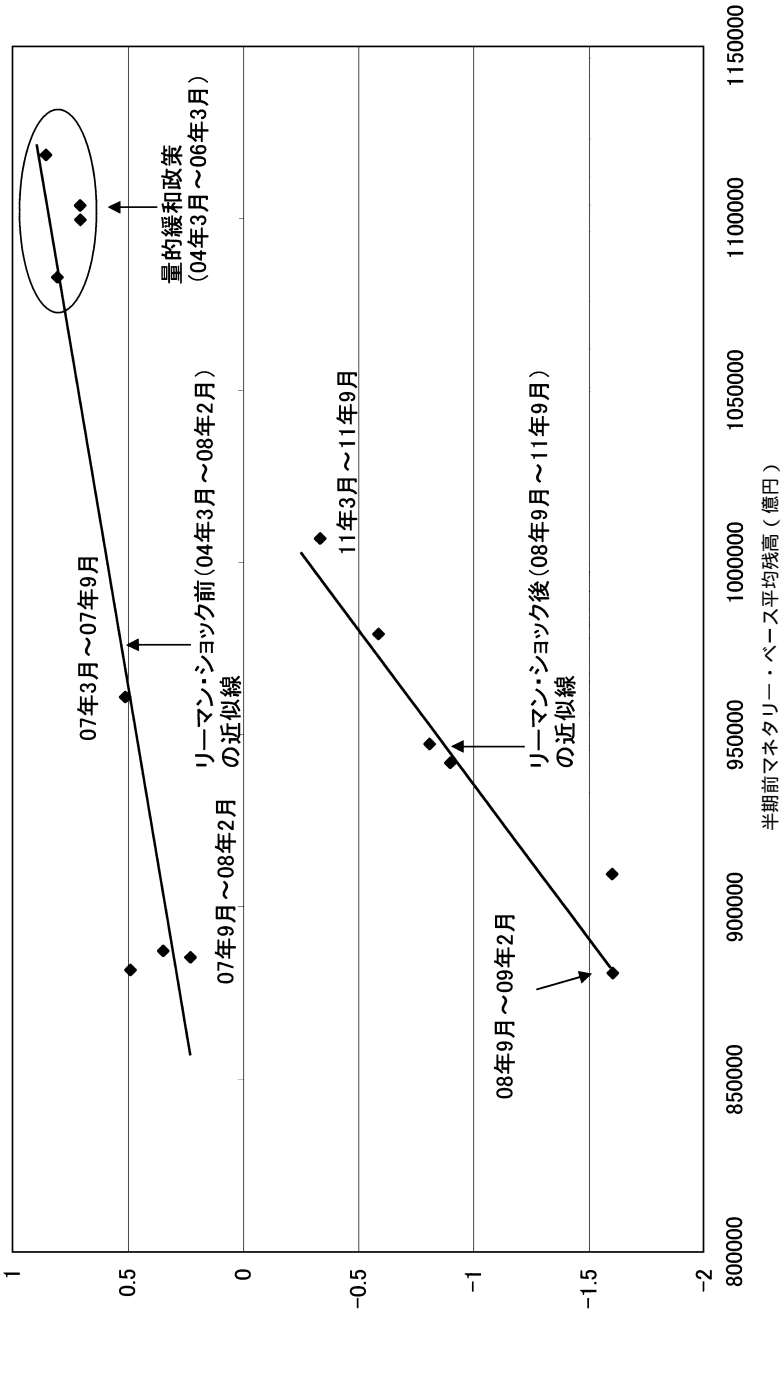
予想インフレ率の上昇は名目GDPを引き上げる（図表18）

名目GDPの増加は税収の増加をもたらす（図表19）

名目成長率4%の税収増効果は極めて大きい（図表20）

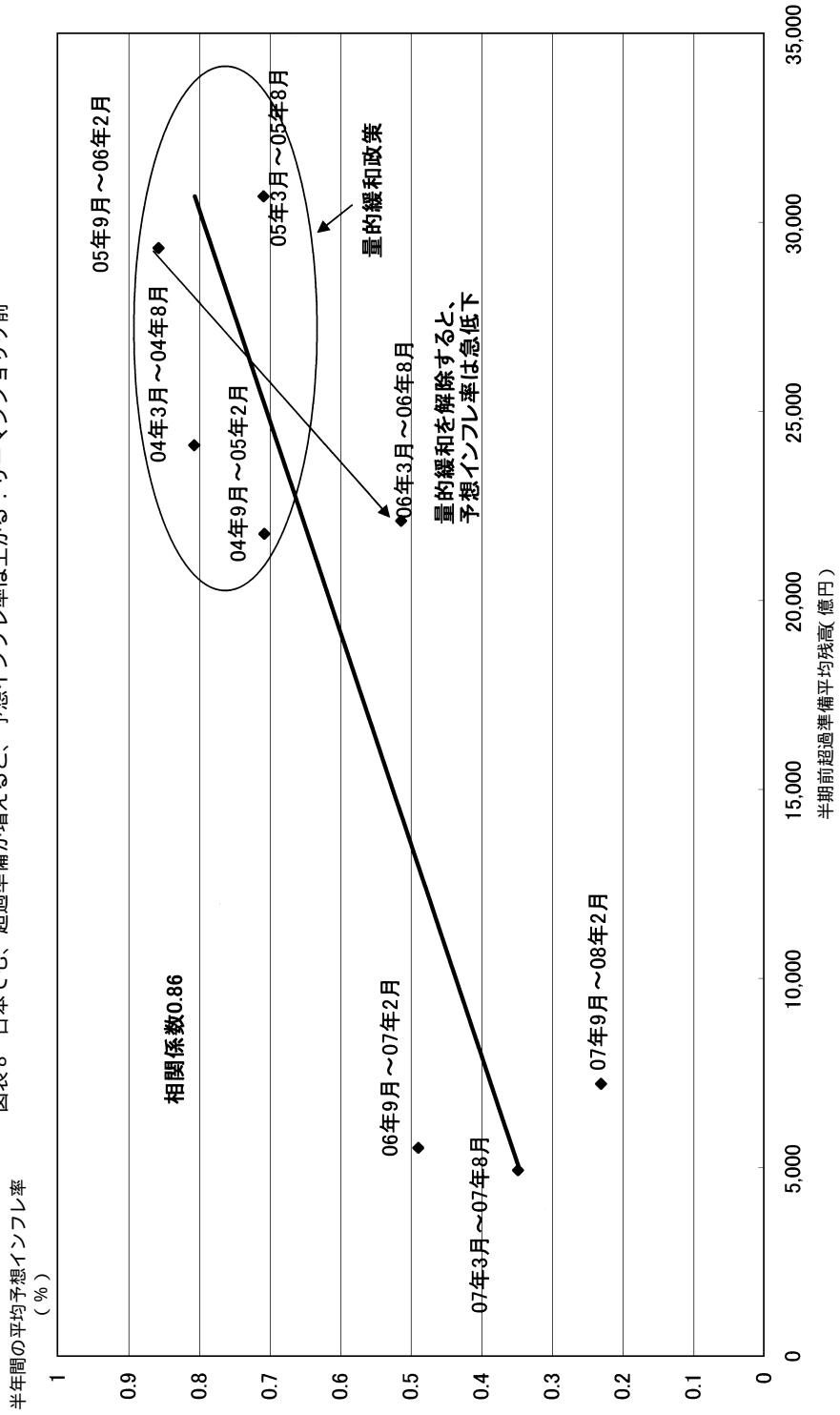
以上のようにして、予想インフレ率が上昇すると、株価が上昇し、円安にな

図表7 日本でも、マネタリーベースが増えれば、予想インフレ率は上がる  
半年間の平均予想インフレ率(%)



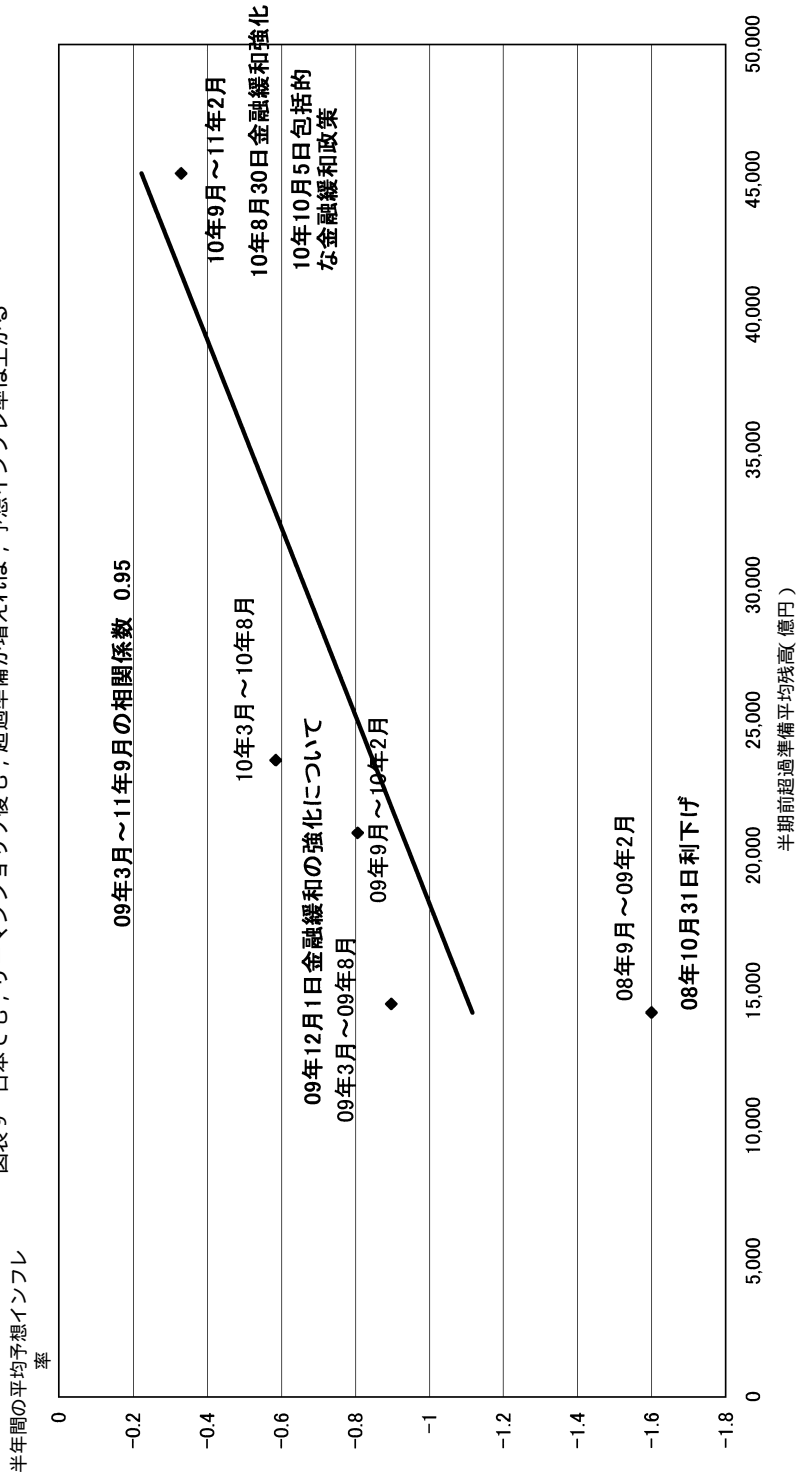
(注) 予想インフレ率は普通国債(10年物)と物価連動国債(10年物)の利回り差  
(資料) マネタリーベースは日本銀行ホームページ。予想インフレ率は日経 QUICK

図表8 日本でも、超過準備が増えると、予想インフレ率は上がる：リーマンショック前



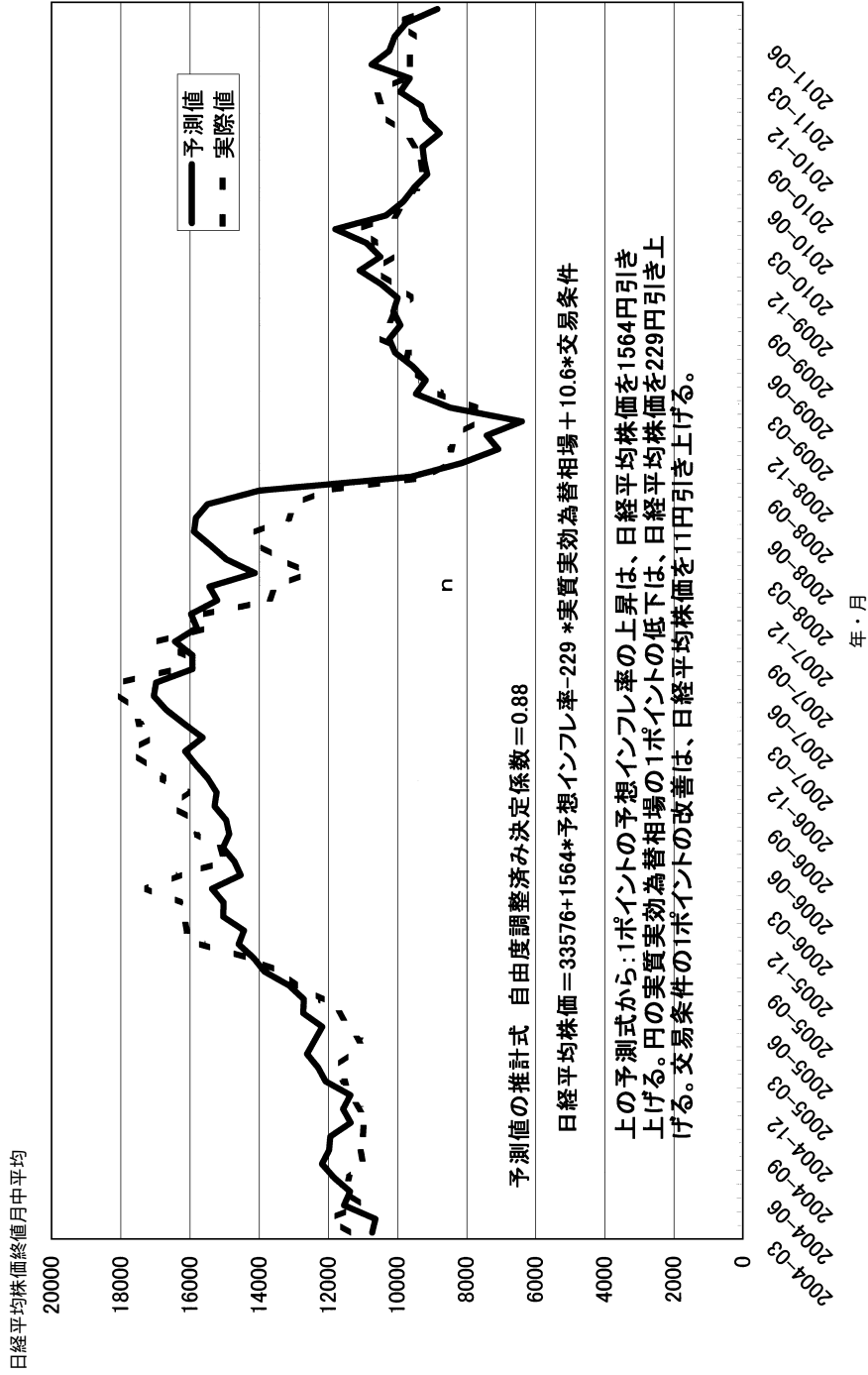
(資料) 図表8に同じ。

図表9 日本でも、リーマンショック後も、超過準備が増えれば、予想インフレ率は上がる

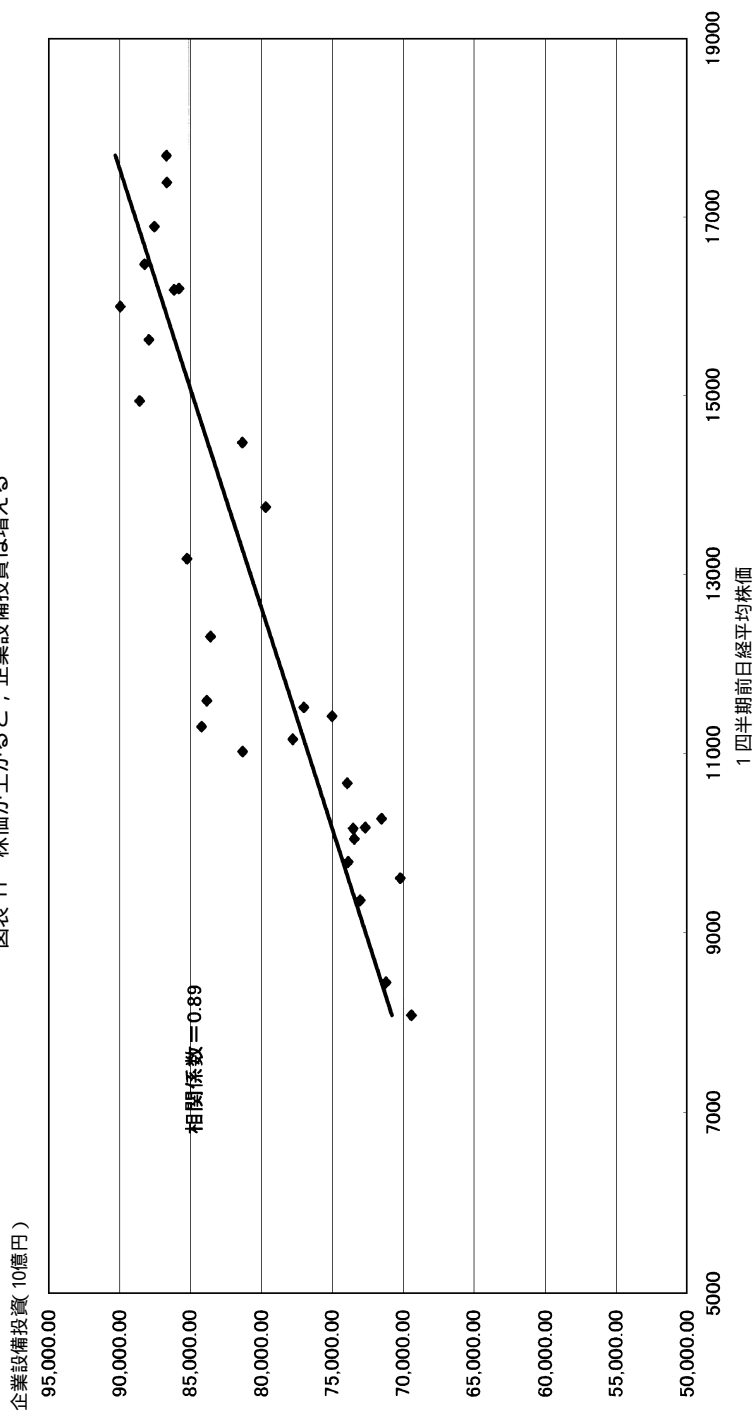


(資料) 日本銀行ホームページ。日経 QUICK

図表 10 予想インフレ率の上昇と円安は株価を引き上げる



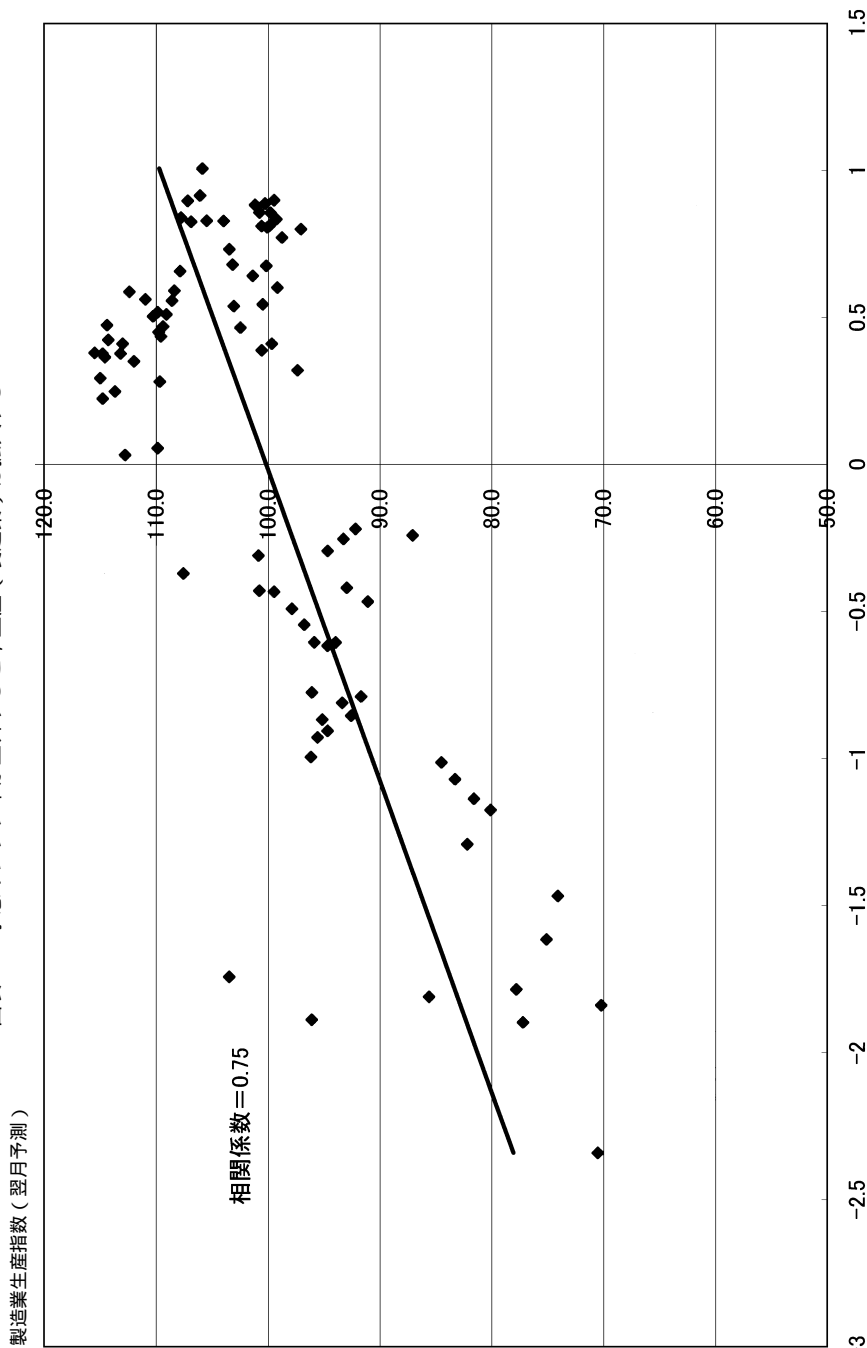
図表 11 株価が上がると、企業設備投資は増える



(資料) 経済社会総合研究所

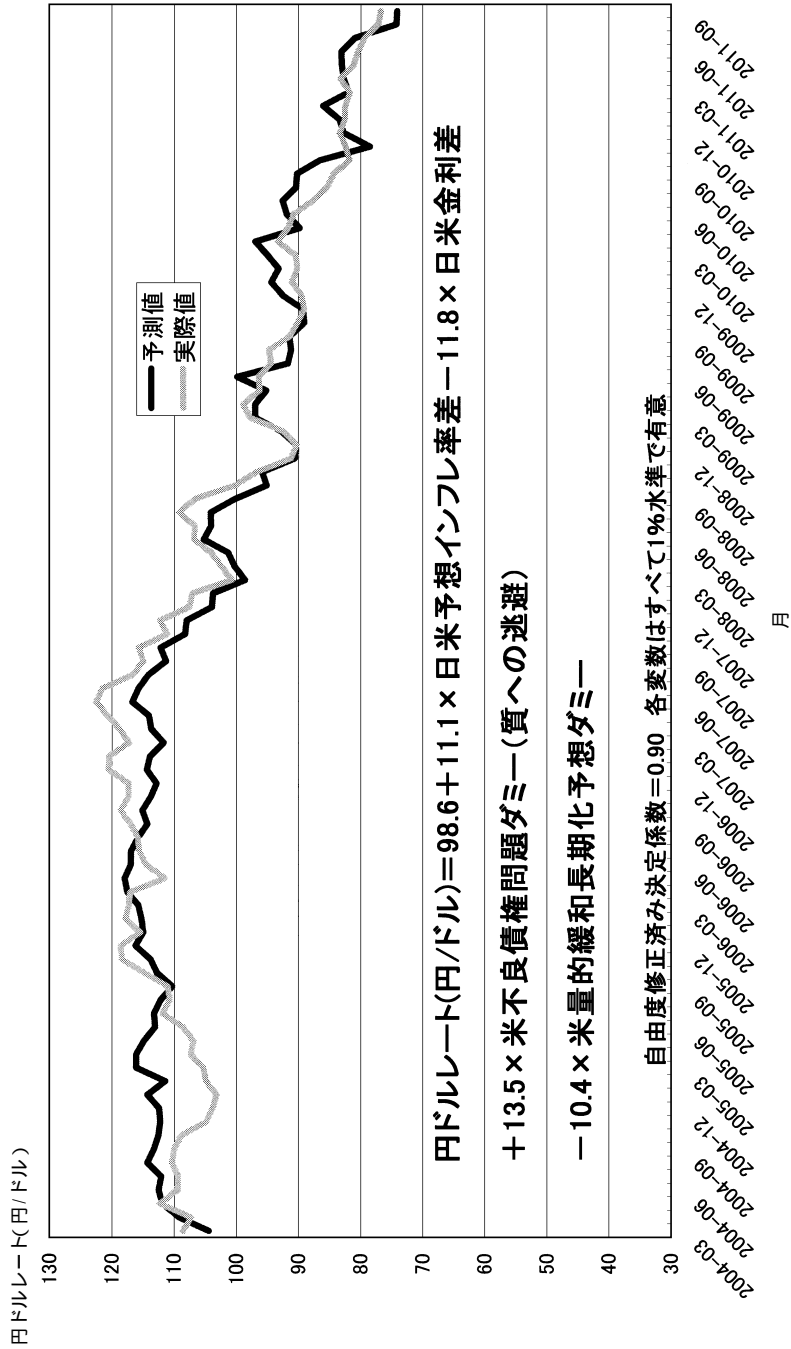


図表12 予想インフレ率が上昇すると、生産（製造業）は拡大する



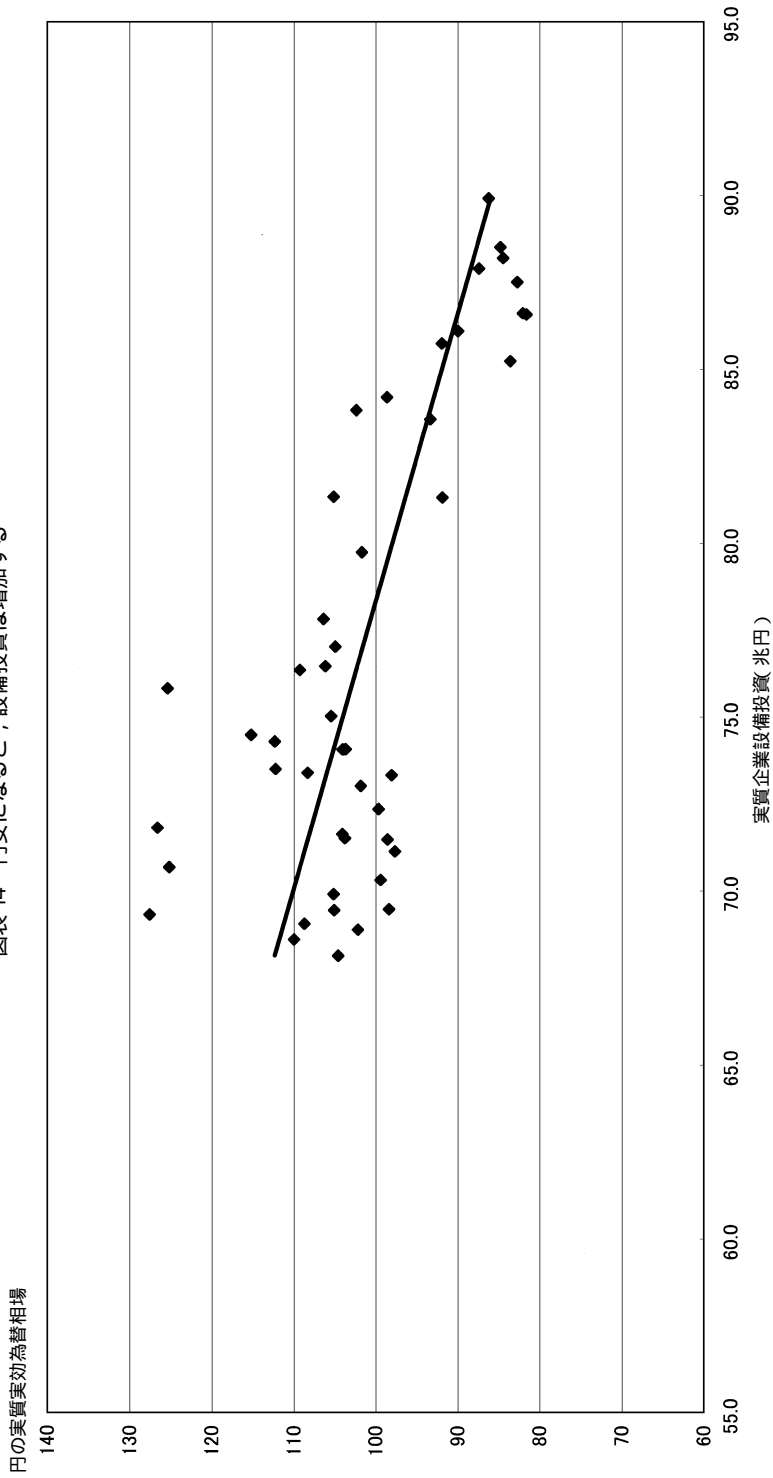
（資料）経済社会総合研究所

図表13 予想インフレ率の1ポイント上昇は11円の円安・ドル高をもたらす(03年4月から11年9月)



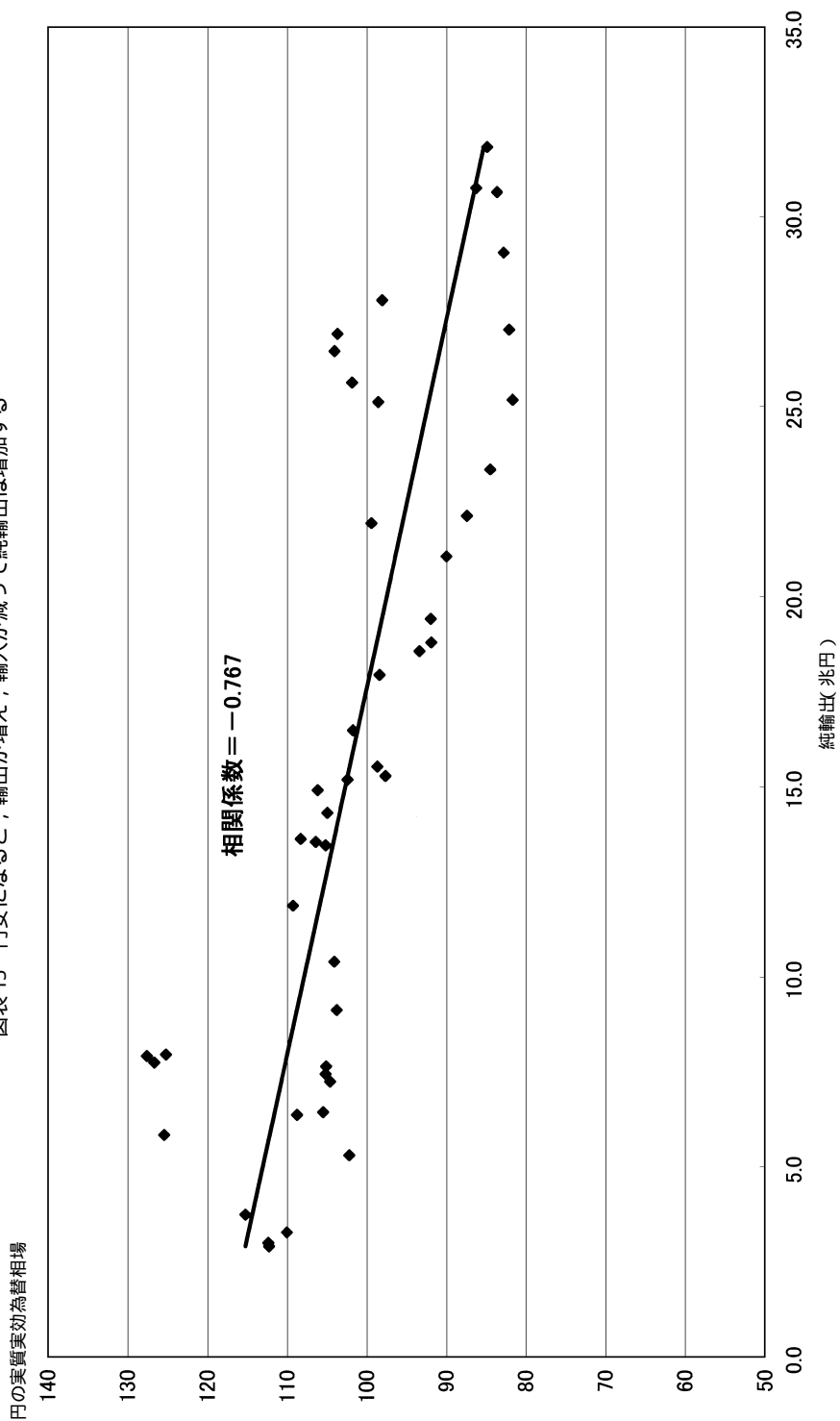
(資料) 日本銀行ホームページ。日経 QUICK

図表 14 円安になると、設備投資は増加する



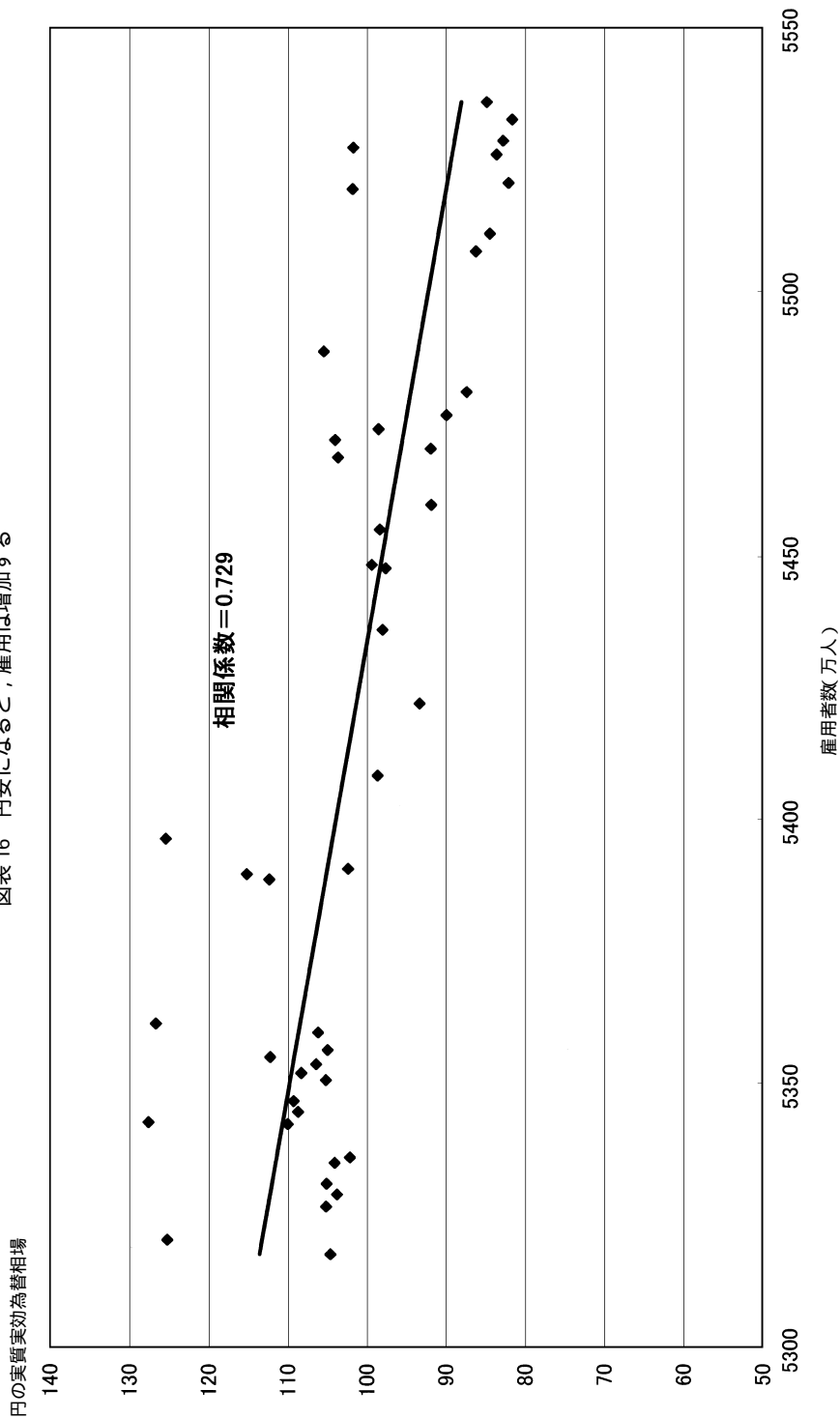
(資料) 日本銀行ホームページ。経済社会総合研究所ホームページ。

図表15 円安になると、輸出が増え、輸入が減って純輸出は増加する



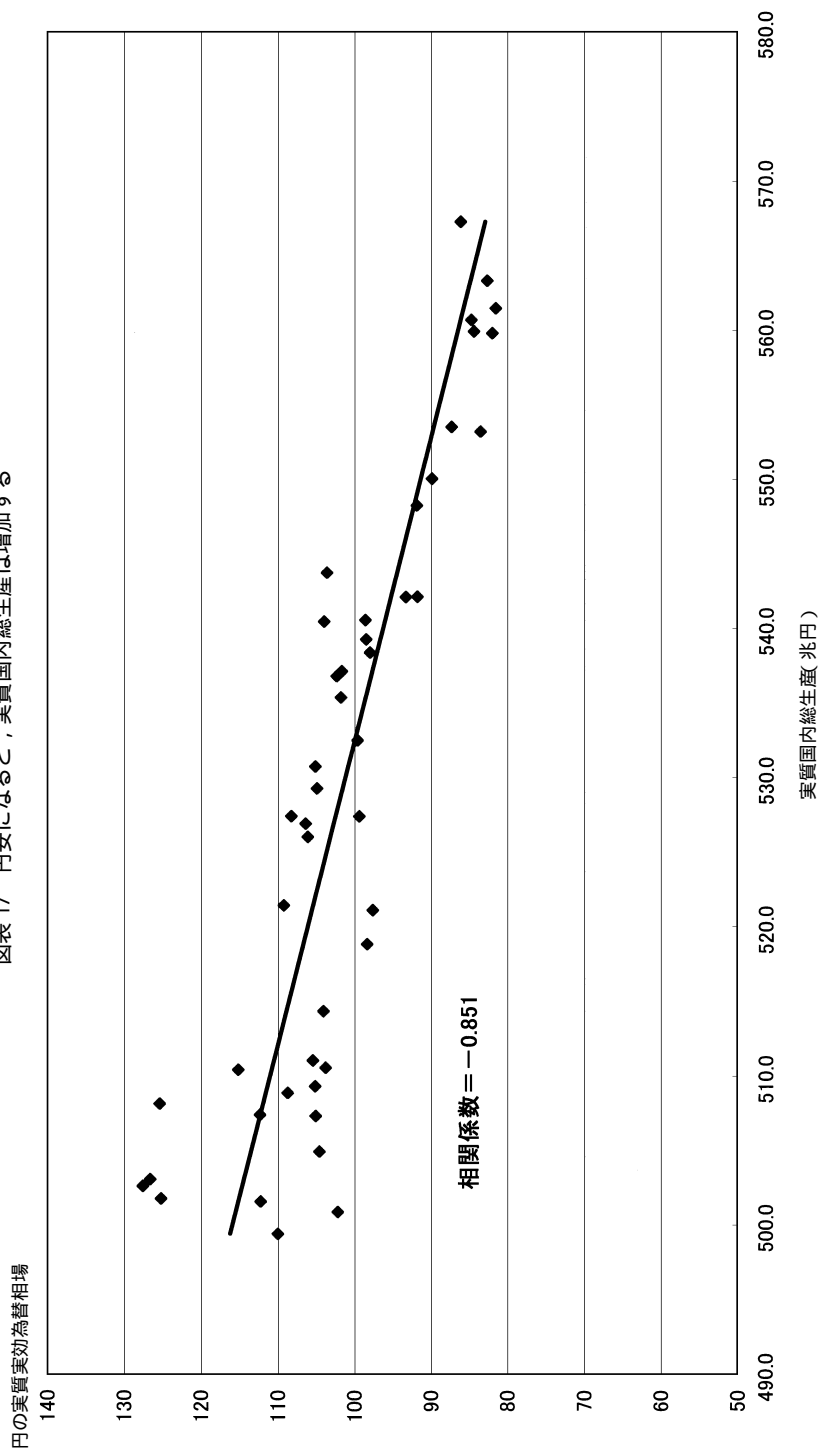
(資料) 日本銀行ホームページ。経済社会総合研究所ホームページ。

図表 16 円安になると、雇用は増加する



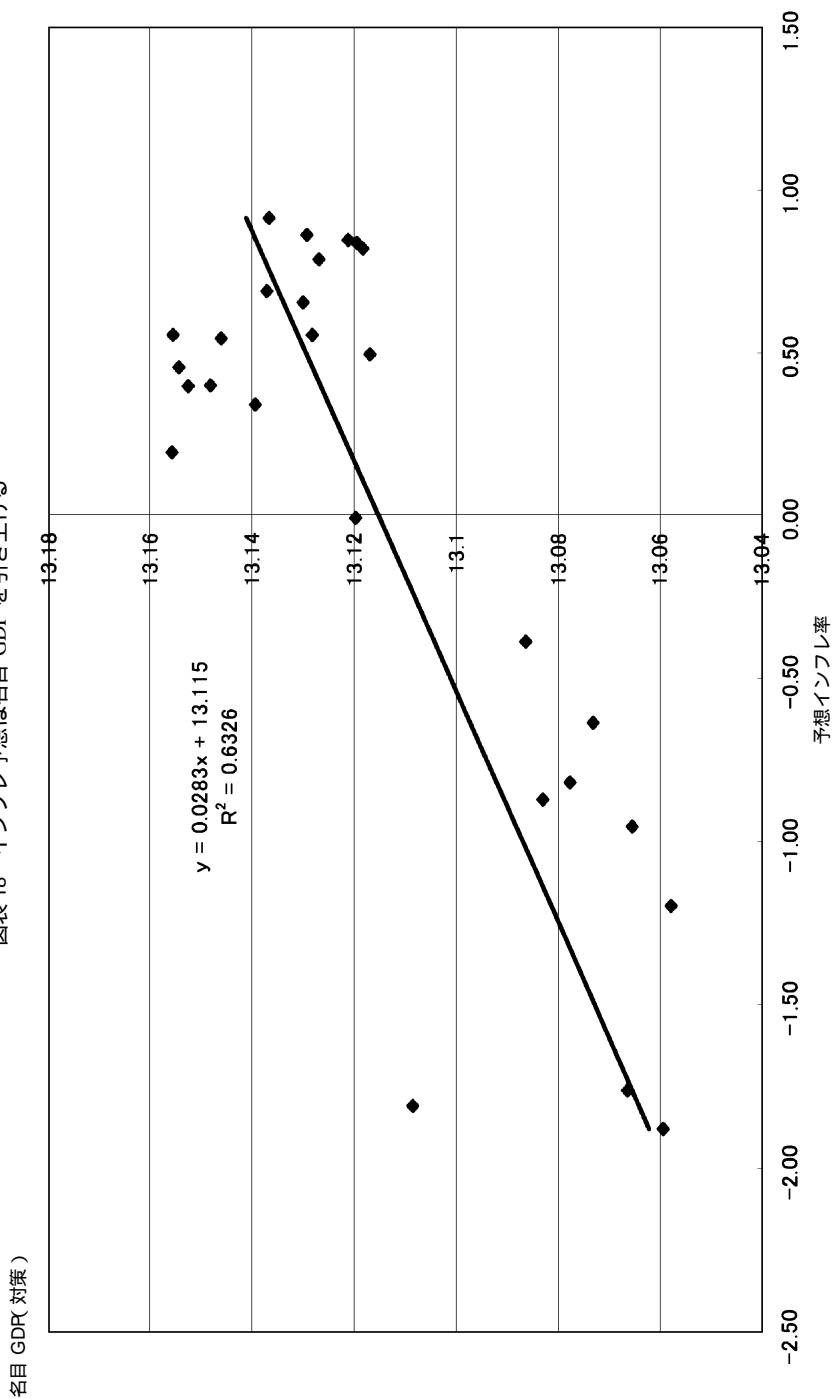
(資料) 日本銀行ホームページ。総務省ホームページ。

図表 17 円安になると、実質国内総生産は増加する



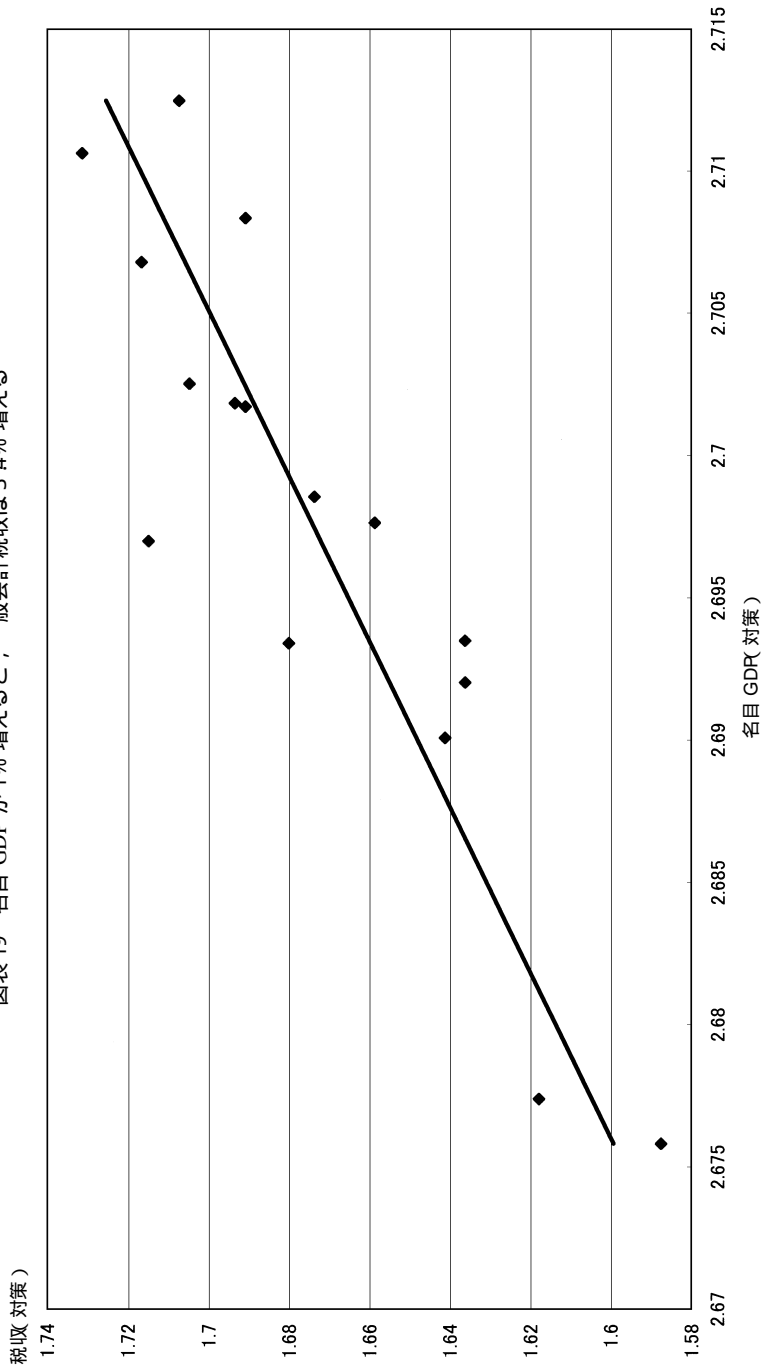
(資料) 日本銀行ホームページ。経済社会総合研究所。

図表18 インフレーションは名目 GDP を引き上げる



(注) 期間は2004年第2四半期から2010年第4四半期  
(資料) 内閣府。日経データ・ベース。

図表19 名目GDPが1%増えると、一般会計税収は3.4%増える



(注) 期間は1995年度～2010年度。  
 (資料) 財務省ホームページ。日経経済社会総合研究所ホームページ。



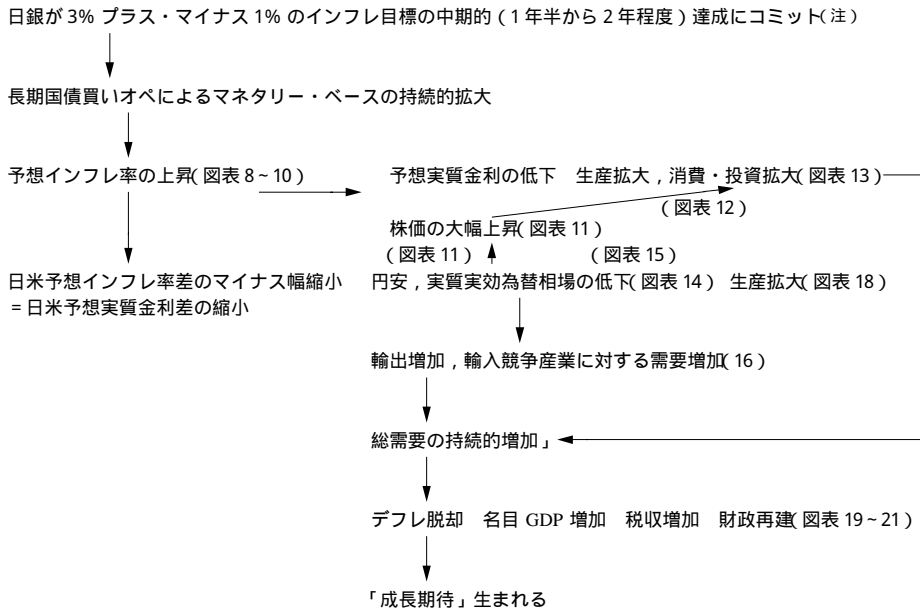
岩田規久男：なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか

図表 20 名目成長率 4% の場合の税収増

弾力性	3.4 のケース		2.3 のケース	
	税収増(兆円)	消費税率換算(%)	税収増(兆円)	消費税率換算(%)
2011	5.6	2.8	3.8	1.9
2012	6.5	3.2	4.2	2.1
2013	7.3	3.6	4.6	2.3
2014	8.3	4.1	5.0	2.5
2015	9.4	4.7	5.4	2.7

(注) 弾力性は税収の名目 GDP 弾性値  
 名目 GDP を説明変数とする税収の回帰分析から、1995 年～2010 年の弾性値は 3.4、2008 年～2010 年は 2.3 である。

図 21 インフレ目標政策レジームにおける量的緩和による  
 デフレと超円高脱却と税収増加のメカニズム



(注) コミットとは、「合理的理由なしに、目標を達成できないときは総裁を辞職する」ことを宣言すること。

り、その結果、投資や輸出が増えて、総需要が拡大し、日本経済はデフレから脱却し、税収も増えて、財政再建が可能になる。

図表 21 はインフレ目標政策を採用して、マネタリー・ベースを大量に増やす政策を採用した場合に、デフレと円高からの脱却と税収増のメカニズムを図式化したものである。

## 銀行貸出が増えなくても、デフレを脱却できる

日銀は、「日銀当座預金（あるいは、超過準備）供給が市場のインフレ予想に影響する」という金融政策の効果を理解していない。そのため、「準備をいくら供給しても、銀行の貸し出しは増えなかった。したがって、量的緩和にはデフレ脱却の効果はなかった」という。

図表21に示されたデフレ脱却のメカニズムでは、マネタリー・ベースは増えているが、銀行貸出とマネー・ストックは増えていない。なぜ、銀行貸出もマネー・ストックも増えずに、デフレから脱却できるのでしょうか。それは、家計も企業も資金余剰主体だからである。

日本では、1998年以降、家計だけでなく、民間非金融法人も、総貯蓄（内部留保と減価償却費）から投資（在庫投資と設備投資）を控除しても、まだ貯蓄が余る資金余剰主体になっており、その資金余剰を現金・預金、証券などの金融資産で運用している。2009年から2010年にかけては、民間非金融法人の資金余剰の方が家計よりも多くなっており、2010年のそれは29兆円、名目GDPの6%に達している（図表22）。

このように、企業が大きな資金余剰の状態にある場合には、予想インフレ率が高まると、在庫投資や設備投資が有利になるため、企業は現金・預金を取り崩したり、その他の金融資産を売ることによって資金を調達して、投資を実行することができる。このように、銀行貸出が増えなくても、貨幣の流通速度が上昇して、資金調達が可能になるのである。銀行貸出が増えるのは、貨幣の流通速度の上昇では間に合わなくなるほど、資金需要が増えてからである。

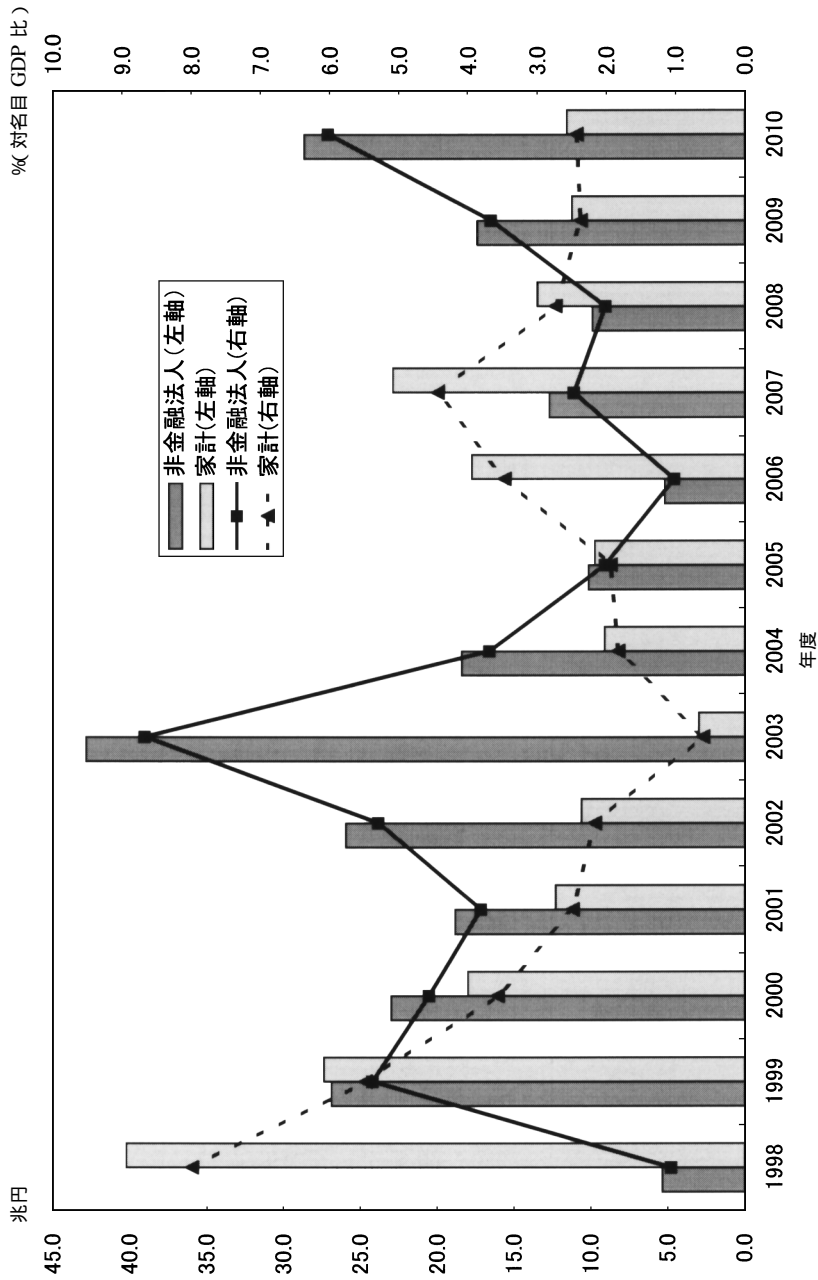
大不況下にあった1930年代の米国でも、昭和恐慌下にあった日本でも、銀行貸出が減少する中で、デフレから脱却しており、銀行貸出が増え始めるのは、デフレから脱却してから、2年半から3年後である（図表23、図表24）

## 日銀は何のために「流動性」を供給するのか

日銀は「予想インフレ率の形成に働きかける」という金融政策の効果を理解していないためなのか、あるいは、否定しているためなのか、リーマン・ショ

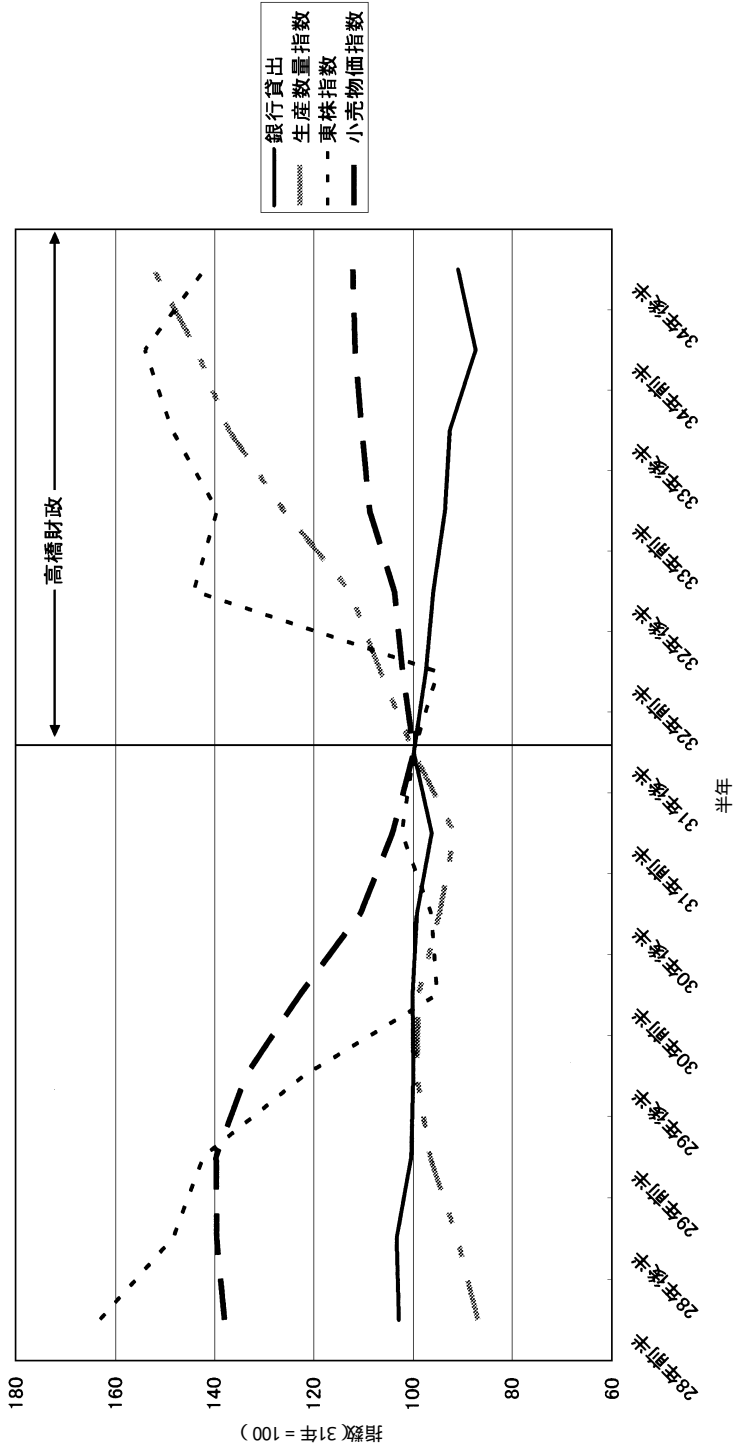
岩田規久男：なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか

図表 22 非金融法人も家計も資金余剰



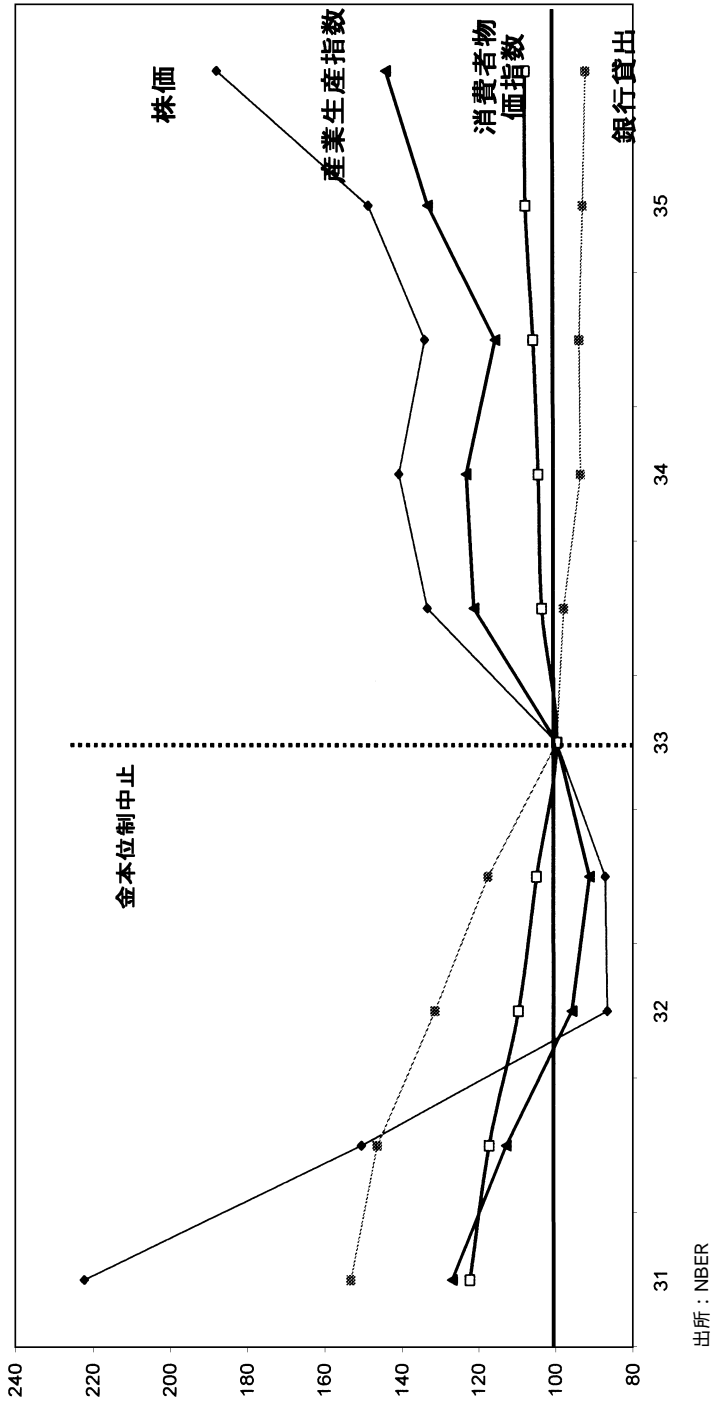
(資料) 経済社会総合研究所『国民経済計算』, 日本銀行『資金循環』

図表 23 昭和恐慌期の脱却過程で、銀行貸出は減少している



(注) 各経済指標は31年下期を100として指数化してある。  
 (資料) 藤野正三郎『日本金融の数量分析』(東洋経済新報社)、日本長期統計総覧(日本統計協会)。

図表 24 30年代の米国は、銀行貸出が減少しながら、デフレから脱却した



ック後、マネタリー・ベースも超過準備預金もほとんど増やさなかった(図表6)。

それでは、一体、日銀は何のために流動性(マネタリー・ベースや日銀当座預金)を供給するのであろうか。すでに示した白川方明日銀総裁記者会見(2009年11月20日)の(1)にあるように、日本銀行は、物価安定のためではなく、期末決算や東日本大震災のような大きなショックが起きて、銀行が流動性不足に陥るときに、流動性を供給するのである。

図表25はこのことを確認したものである。日銀は、期末決算期や年末年始のような、銀行の流動性需要が高まる時期に、日銀当座預金の供給量を増やしている。また、東日本大震災のように、銀行が急に流動性不足に陥るときにも、日銀当座預金を大量に供給する。しかし、流動性不足が解消すれば、日当座預金を回収し始める。

白川総裁率いる日銀はデフレから脱却するためには、マネタリー・ベースをほとんど増やしてこなかった。しかし、東日本大震災(2011年3月11日)が発生して、銀行が流動性不足に陥ると、ようやく、マネタリー・ベースをリーマン・ショック直前の08年8月比で39%増やしたのである。日銀当座預金は2011年3月と4月は、それぞれ、前月比1.6倍と1.3倍へと急増した。

以上の事実は、日銀は流動性を物価の安定のためにはではなく、信用秩序の維持のために供給することを示している。

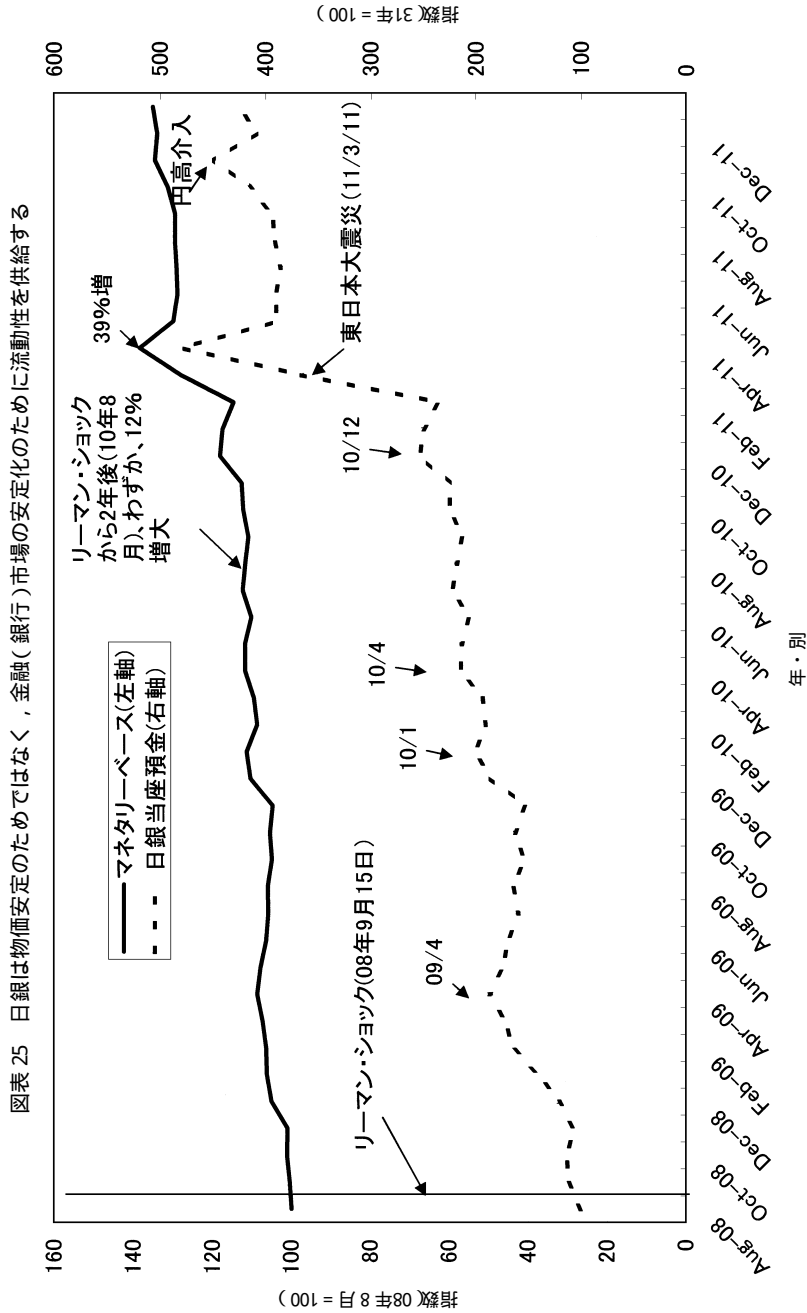
確かに、この日銀の行動は新日銀法(1998年4月施行)に則しているといえる。日銀の目的を定めているのは新日銀法第1条であるが、その第2項は「日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする」と書かれている。

一方、通貨及び金融の調節の理念と題する第2条は、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、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をもって、その理念とする」となっている。

このように、新日銀法は、日銀の目的は「信用秩序の維持」であり、「物価の安定」は目的ではなく「理念」である、と定めているのである。

日銀は新日銀法に定められた目的に従って、信用秩序の維持のためには、マネタリー・ベースやその一部である日銀当座預金を供給する。しかし、日銀は、

岩田規久男：なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか



(資料) 日本銀行ホームページ。

銀行が流動性不足の状態でないときに流動性を供給しても、「理念」である「物価の安定」には寄与しないと考えているから、物価の安定のためには、マネタリー・ベースもその一部である日銀当座預金も供給しないのである。

リーマン・ショック後、FRB はデフレでないにもかかわらず、デフレを絶対に阻止するために、マネタリー・ベースなどの流動性を大量に供給した。一方、そのFRBの金融政策を見ている日銀は、デフレが続いているにもかかわらず、マネタリー・ベースなどの流動性の供給量をほとんど増やそうとしなかった。この日銀の行動は、FRBなどの世界標準の金融政策の理論と大きくかけ離れた日銀理論の存在を知らなければ、理解できない行動である。

### 日銀の「時間軸効果」は、インフレ予想形成の効果ではない

日銀は1999年2月末から開始したゼロ金利の実施に当たって、「デフレ懸念の払拭まで、オーバーナイト金利を実質（物価調整後の意味ではない）ゼロに据え置く」と述べた。これは、短期金利であるオーバーナイト金利をほぼゼロに長期的に据え置くことによって、より満期の長い名目金利の低下を促す効果のことで、日銀はそれを「時間軸効果」と呼んでいる。

この時間軸効果は、ゼロ金利政策は長期名目金利の低下を促す効果があることを述べたものである。しかし、日銀がゼロ金利政策や量的緩和の効果について考えるのはそこまでであり、金融政策によって、市場のデフレ予想をインフレ予想に変えることができる、とは考えない。デフレが続く日本では、市場のデフレ予想を覆して、インフレ予想の形成を促す金融政策が不可欠である（岩田 [2002]）。その金融政策が、中央銀行が2 - 3%の中期インフレ目標の維持にコミットするインフレーションターゲットングである。

### 日銀の政策金融

日銀は「流動性を供給しても、デフレを脱却できない」と主張する一方で、「人々の間に成長期待がないために、需要が不足して、デフレになる」と確信している。そのため、成長分野にお金を流そうとして、2010年から、「成長基盤強化を支援するための資金供給」を開始した。すなわち、政策金融に乗り出



したのである。しかし、日銀が成長分野を市場よりもよく知っているという保証はまったくない。したがって、日銀が成長すると考える産業または企業に融資しても、成長率が上がる保証はまったくない。

日銀はFRBやインフレーション・ターゲティング採用国のようなオーソドックスな金融政策で、物価の安定を図るべきである。穏やかなインフレというマクロ経済環境を整えるによって、実際の経済成長率を潜在成長率まで高めることが日銀の仕事であり、そうしたマクロ経済環境の下で、潜在成長力を高める構造改革や競争政策を進めるのは政府の仕事である。

## 新日銀法の失敗

1998年4月から施行された新日銀法は、日銀に金融政策の目的設定権と金融政策手段の決定権をともに与えてしまった。しかし、インフレーション・ターゲティングを採用している国では、金融政策の目的は政府が決定するか、政府と中央銀行が協議して決定するか、いずれかの方式をとっている。政府と中央銀行が金融政策の目的を協議して決定する場合も、両者の合意が得られなければ、最終的には、政府が決定している。

すなわち、インフレーション・ターゲティングを採用している国では、中央銀行の政府からの独立とは、政策手段選択の政府からの独立であり、中央銀行が政府から独立して金融政策の目的を決定することではない、と考えられているのである。

ところが、日本では、中央銀行が政策目的と政策手段選択の決定の両方について政府から独立していることが、世界の中央銀行制度の潮流であると誤解され、その誤解のもとに、日銀法が改正されて、現在の新日銀法が誕生してしまった。

しかも、すでに示したように、この新日銀法では、物価の安定は日銀の目的ではなく、理念である。

日銀はこの新日銀法を活用して、物価の安定とは何かを曖昧にしたまま、金融政策を運営してきた。しかし、その曖昧さを批判されると、2006年3月に量的緩和の解除に伴って、「政策決定会合の委員の多くは、中長期的な物価の安定とは、消費者物価の前年比上昇率が0%～2%に範囲にあると理解してい

る」という「中長期的な物価の安定の理解」を公表した。

さらに、FOMCによる「2%のインフレの長期目標」の発表(2012年1月末)後、政府と国会から「長期的な物価の安定の理解」の曖昧さを批判されると、日銀は、「日銀は中長期的な物価の安定の目途は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途にすることとした」という声明を出した。

### 日銀の物価安定の合格率はわずか16%

そこで、「消費者物価(除く生鮮食品)の前年同月比上昇率が2%以下のプラスの領域にあった月」を合格として、新日銀法施行(1998年4月)から2012年1月までの合格率を調べてみよう。合格した月は165ヶ月中27ヶ月で、合格率は16%に過ぎない。エネルギーと食料品(除く酒類)を除いたコア・インフレ率で見ると、合格率は7%に低下する(コア・インフレが利用可能なのは2006年からであるため、合否判定期間は2006年~2012年1月である)。

会社経営であれば、13年10ヶ月もの間の合格率が16%でしかない経営者は、責任をとって辞任するはずである。株主も経営責任を追及して、経営者を交代させるであろう。しかし、日銀総裁はじめ、日銀は誰一人として責任をとろうとしない。総裁や日銀の政策委員の任命権を持つ政府と国会も、大新聞等のメディアもいま述べたような日銀の惨めな物価安定の成績を追及したことがない。

### バブルを警戒して、デフレを容認する白川総裁

白川日銀総裁は、「金融政策の目的は物価の安定である、という定義で差し支えない時代は終わった。バブルの経験が示すように、物価が安定していても、経済は大きく振幅することがある。物価の安定は、金融環境の安定を構成する重要な要素であるが、それだけに限定されるものではない。それどころか、短期的な物価の安定に釘付けになると、究極の目的である経済の持続的成長を困難にする可能性すらある」(白川[2010])という趣旨のことを述べている。

この発言からは、白川総裁はバブルの発生を恐れて、デフレを容認してきた、

岩田規久男：なぜ、日本銀行の金融政策ではデフレから脱却できないのか

と解釈できる。白川氏が日銀総裁に就任した当時、日経平均株価は13,357円（2008年4月の月中平均）で、リーマン・ショック直前の08年8月（月中平均）は12,989円であった。その後、傾向としては、1万円割れが続き、本稿執筆の2012年3月12日の終値も1万円を割っており、リーマン・ショック前の水準も回復していない。

こうした株価の低迷にもかかわらず、白川総裁はバブルを警戒して、デフレを容認しているようである。日経平均株価が1万円割れ、高くても、1万円そこそこの水準というのに、バブルを警戒するあまり、量的緩和ができないのであれば、白川総裁にはデフレを脱却する金融政策を採用することは不可能である。

## 新日銀法改正の提言

以上から、早期にデフレを脱却し、日本経済が2%から3%の中期的なインフレのもとで、安定的に成長するためには、政府と国会は新日銀法を改正して、政府が物価安定目標を設定し、その目標の中期的達成を日銀に義務付けることが不可欠である、という結論が導かれる。そして、今後は、政府と国会は、「金融政策だけではデフレを脱却できない」などと言い訳をせずに、政府が決めた物価安定目標を責任を持って達成しようとする人を、日銀総裁や政策委員会委員に任命すべきである。

（いわた・きくお 学習院大学経済学部教授）

### 参考文献

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 [2002] 「予想に働きかける金融政策を」小宮隆太郎+日本経済研究センター編『金融政策論議の争点』

岩田規久男 [2010] 『「不安」を「希望」に変える経済学』PHP

岩田規久男 [2011] 『デフレと超円高』講談社現代新書

白川方明 [2010] 「中央銀行の政策哲学再考 エコノミック・クラブNYにおける講演の邦訳」

Bernanke, B. S. [2011] “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”, Speech at the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference, Boston, Massachusetts, October 18,