

## 黒田体制2期目に突入

# 物価目標達成時期を

## あきらめた日銀の真意は

経済ジャーナリスト

八雲豊彦

日銀が2018年4月27日に公表した「展望レポート」。黒田東彦総裁の2期目の新体制下で初めての経済見通しで、物価上昇率2%の達成時期が消え去った。アベノミクスの株高はインフレーターゲットの目標時期の明示でもたらされた部分もあり、金融政策の方向性を含めた説明責任が求められている。

展望レポートを公表した黒田総裁は物価達成時期の削除に対し「中長期的な目標に変更はない。達成期限ではなく、見通しであると示した」と強調した。日銀内部では、期限を切ることと政策の柔軟性が失われることに対する黒田総裁の危惧が削除につながったとみられている。

日銀は2013年4月の黒田体制1期目の初会合で「量的・質的金融緩和」を導入するとともに、物価安定目標の2%（消費者物価の前

年比上昇率2%の達成機関を「2年」と念頭に置き「できる限り早期に達成する」とした。副総裁だった岩田規久男氏は「2年で物価目標を達成できなかった場合、辞職する」と発言。岩田氏は結果的に辞職しなかったものの、「2年」という時期に対する日銀側の強い意志がうかがえ、株価は沸騰した。

しかし、「2年」が経過した15年度も達成できず、その後、達成時期

を6度も延長。今回、17年7月に記載した「19年度頃」としたのを削除することとなった。

度重なる時期を明示した延長で、金融マーケットは緩和策期待を織り込み、アベノミクス相場を維持した。国債などの購入による資金供給の規模拡大に加え、マイナス金利、イールドカーブ・コントロールなど

前例のない実験的な政策が期待に込め、マーケットは膨らみ続けたとも言える。

今回、目標達成時期を削除したことが、アベノミクス相場にどのような影響を及ぼすが、金融関係者の間で関心の的となっている。時期を外したことで日銀が「2%」のインフレーターゲットをあきらめようとしているという見方と、逆に時期を区切らないことで、いつまでも金融緩和が続くという楽観論が錯綜しているよ

うだ。

いずれに落ち着くかはわからないが、黒田総裁が示した「中期的」というのは抽象的で、「柔軟性を持たせた」というのも何故か、言い訳にしか聞こえず、黒田バズーカの発射台となったインフレーターゲットに疑念が広がっている。

インフレーターゲットの考え方が、世界で広まったのは1990年代以降だった。景気のクラッシュなど有事に利下げで刺激するのに0%の金利下では、何もできなくなるからというのが、先進各国の見解で、バッファを設け有事に備える準備策だった。

先進各国はリーマンショックで毀損した金融システムを立て直すため、資金をマーケットに放出する際にインフレーターゲットを取り入れ目標を決めた。米国では、FRB（米連邦準備制度理事会）の舵取りで、3





次にわたるQEによる金融緩和でインフレーターゲットを達成。すでに利上げ段階に入り長期金利は瞬間最大風速的に3%を超えた。ECB（欧州中央銀行）も緩和の縮小を準備し着々と出口に向っている。ところが、日本だけが、実験的な金融緩和をしても、インフレが一向に進まず、出口は見えていない。

そこでやり玉に挙がったのが、日本独自にみられる過剰な企業の内部留保だった。積み上げられた余剰資金が市中に出回っていないのである。

金融緩和の効用は、主流となる経済学で採用されるマンデルフレミ

ングモデルで語られている。財務当局と中央銀行によって創り出された資金は金融機関を通じ、企業の借入を促進。企業の貯蓄が恒常的にマイナス状態になることで、アニマルスピリットが働き経済を活性化させるという法則である。いち早く長期金利の上昇局面を迎えた米国は、厳しい投資家の要求に応えるためアグレッシブであることを至上命題にする企業社会が、この法則に当てはまったともいえる。

しかし、日本では1998年、先進国の中で最初にデフレが問題化。安倍、黒田体制でようやくインフレーターゲットを採用した。具体的に日銀は、まず、マネタリーベースを倍増することで「2%」達成を目論んだ。しかし、資金は株価と土地に向かいアベノミクス相場を形成した以外に企業の内部留保を積み上げるだけで、市中には出回らなかつた。これでは物価は上がらず、現時点までマネタリーベースを3.5倍に増やしているが、エネルギー価格を除いた物価は0%を推移している。

企業が貯蓄主体になる異様な構造が続く限り日本には世界で主流

とされる経済原則が通用しないのではないか、という疑問がはじまっている。インフレーターゲットの効果に疑問符がつく中、目標達成のためのマインナス金利の導入が地方金融機関の経営を圧迫している。地方金融機関の合併ラッシュが続くが、金融庁はこうした緩和策による副作用を警戒しているとみられる。主流派経済学に基づいて緩和を続けることで効果が出なかつたとしても、副作用だけが見え始めたようだ。

資本主義は欧州で発祥し米国で成熟した歴史があり、主流派のインフレーターゲット論やマンデルフレミングの法則は、フロンティアスピリットで世界経済を牽引してきた米国にみあつた考え方でもある。アジアでしつくりいったと見えるのは、エコノミックアニマルといわれた1970年代からバブル期までの日本や88年のソウル五輪以降の二時的な韓国だけだった。中国やインドは共產主義と社会主義の制度を残したまま部分的で急激な資本主義を取り入れていくに過ぎない。

黒田総裁は2期目に当たり、約束できない物価目標達成時期を明記



すれば、「2%」と規模だけ残しているため、セツトで新たな追加緩和策をマーケットに催促される状態にリスクを感じたのは、うがった見方だろうか。「黒田バズーカ」ともてはやされた政策の根拠となつたインフレーターゲットが日本には通用しないと感じていても、その旗を降ろすことは簡単にはできない。時期の削除に対し明確で具体的な説明と今後の金融政策の示唆がない限り、どうしても先行き不透明感ばかりが根強く残り、マーケットを覆うだろう。インフレーターゲットに対する現状での見解を示しながら時期の削除の説明を聞きたいのは、市場関係者だけでなく、資金が回つてこずに家計で消費を手控える大多数の国民も同じだと思う。