

2023 年 8 月 1 日

## 金融政策論議を巡って 求められる基本政策枠組みの再編

IIMA 客員研究員/日本 EU 学会名誉会員  
円居 総一

### 異次元緩和を巡る観測論議

2%の物価上昇率達成を目標に 10 年にも及び続けられてきた異次元金融緩和だが、現下待望のその目標域には達してきた。コロナ禍からの反動による景気を持ち直しも窺われる中、植田新総裁の就任を機に金融政策見直し論議は一挙に高まった。特に長期金利の直接制御にまで踏み込んだ YCC 導入による異次元緩和は、日銀の通貨発行対価としての国債保有や ETF 絡みの株式保有を累積して構造的な市場の機能不全を招いたこともあり、撤廃による政策見直しは、円相場の動向等とも併せ、国際的な観測論議を呼ぶことにもなった。

だが、植田総裁は撤廃に慎重姿勢を続けている。想定する安定的な経済成長と物価の姿を念頭に、現下は未だその状況には至っていないとの見立てによるものであろう。足元の物価上昇は、エネルギー価格の高騰と円安が連動した輸入インフレに負うものであり、GDP 成長もコロナ禍からの反動により持ち直しは出ているが一巡後を考慮すると景気の基調も脆弱である。7 月 27 日の政策決定会合も予想通り YCC 撤廃には踏み込まず、「0.5%程度」域での柔軟運用に留めた。

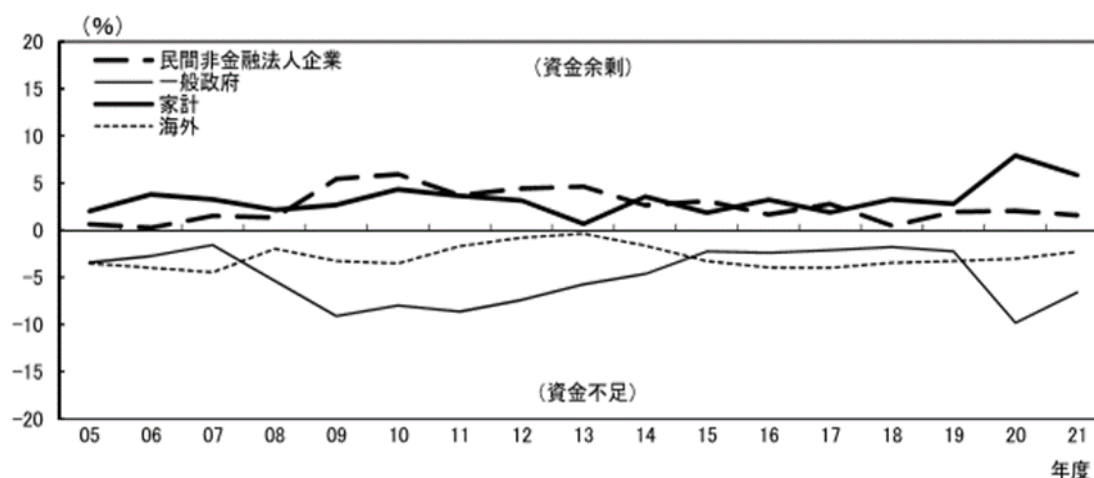
こうした展開で気になるのは、YCC 撤廃のタイミングや運用程度などの技術論に議論が集中して、これまでの政策評価とポスト YCC への展望がほとんど見えてこないことである。YCC は本来の金融政策の枠外のものであり、その撤廃は長期市場の正常化への必須条件ではあっても、金融政策全般の見直し論議と同一ではない。今必要なのは、政策を取り巻く環境要因がどうあれ、物価目標域に達したにも関わらず安定成長への経済復帰には至っていない実態。その現状を踏まえた異次元緩和政策全般の再検討と最終目標の経済成長をどう設定、達成していくのか、の論議であり、その下での金融政策の位置づけと戦略に関する政策枠組みの再編であろう。それを欠くなら YCC 撤廃を巡る小田原評定の中で、コロナ反動の一巡後、経済は再停滞に陥りかねないことにもなる。

## 問われる政策対応の基本枠組み

元々、中央銀行が長期金利の制御を直接的に行うことができないのは自明のところだ。だが、それを強引にコントロール下において異次元金融緩和を継続し、2%の物価目標を達成する（「長短金利操作付き・量的質的緩和政策」）。その手段として導入されたのが「イールドカーブ・コントロール=YCC」であった。それは、為替管理に例えるなら、基礎的不均衡が広がる中で固定為替相場制維持のために無制限介入を続けていく試みに類似する。特に欧米、日本を含めて世界大で物価の上昇圧力が継続する中にあっては、長期金利操作は不可能命題と化す。

異次元緩和の政策戦略は、お金とモノの相対価値を異次元の金融緩和で変えて行けば物価上昇期待が高まり実質金利（名目金利－期待インフレ率）が低下する。それで設備投資が増加してデフレ脱却、成長循環が回復してくる。その想定の下で、超抜大的な異次元緩和の実施を約束することで人々の期待インフレ率を高め、デフレを脱するとの戦略であった。だが投資循環は生じずデフレ状況はなかなか治癒しなかった。設備投資は、実質金利以前に期待収益率、マクロ的には GDP 成長期待に依存する。この間の部門別貯蓄投資バランスの推移（図 1 参照）から明らかなように投資主体である民間非金融法人企業部門はリーマンショック時以降から直近まで一貫して貯蓄超過を続けている。その間、企業内部留保も累増していったことと併せ投資は低迷を続けてきた。

図 1. 主要部門の資金過不足（名目 GDP 比）推移



出所：日本銀行調査統計局、資金過不足日米欧比較より（2021年8月）

異次元緩和政策の理論ベースは、供給サイド偏重（供給主導）の経済構造と価格機構の十全性を前提とした古典派の原理を踏襲する新古典派経済学にあった。その下で、市場が完全などの強い仮定をおくなら供給サイドに視点を置いたデフレ脱却の処方箋は概ね3つに要約された。1つは、名目利率のゼロ制約を取り払いマイナスにして市場の実質金利を自然利率より低水準に保つ。第2は、中央銀行が超金融緩和を約束して人々の期待インフレ率を高め、物価の持続的低下と定義付けた「デフレ」を収束させる。第3は、経済の潜在成長率を高め自然利率をプラスに転換する、がそれらである。異次元緩和は、このうちの2を軸に実行されてきた。

この下で、まずインフレターゲットを設定して政策が進められた。流動性の罫に近い状態の日本ではインフレターゲットは有効とのクルーグマンの指摘もあって物価目標が設定されたが想定通りには進まなかった（同氏も後に修正撤回）。政策効果の発露がなき中で、2016年9月には規格外のYCCの導入を含めて異次元緩和の強化を図った。だが、10年にも及ぶこれら施策でも経済の停滞状況からの脱却は進まず金融正常化への展望も開けなかった。逆に副作用で国債保有やETF絡みの株式保有が異常に累積するとともにYCCの導入により金融市場の機能不全が進む結果となった。

日銀が目指したのは、長期的な潜在成長率に沿う均衡成長路線への復帰、潜在GDPと実質GDPのギャップがない、需給ギャップゼロ近傍への復帰であり、その際の（消費者）物価上昇率を2%程度と想定して政策を進めてきた。10年に及ぶ政策過程を経て足元需給ギャップはゼロ近傍に近づき調整は進んできたが、まだ均衡域には至っていない。消費者物価は2%を超え加速の様相だが、日銀の想定とは違いコストプッシュでの加速である一方、経済の回復基調は脆弱でコロナ禍からの反動一巡後は、再び停滞に陥る恐れも抱えている。

これら結果を受けても、市場の自立調整を前提にこれまでの政策枠組みで金融政策を続けるのか否か、再検討が必要であろう。需給ギャップを（一時的な）供給過剰として市場の自律調整を待つことを基本とする新古典派流の調整は長期の時間を要する。その成果よりも副作用を累増してきた。より深いショックに見舞われた米欧が、標準的なケインズ流の需要に焦点を置いての大胆な金融緩和（量的金融緩和、QE）と財政出動で経済回復と金融市場の正常化を果たしたのとは対照的であった。

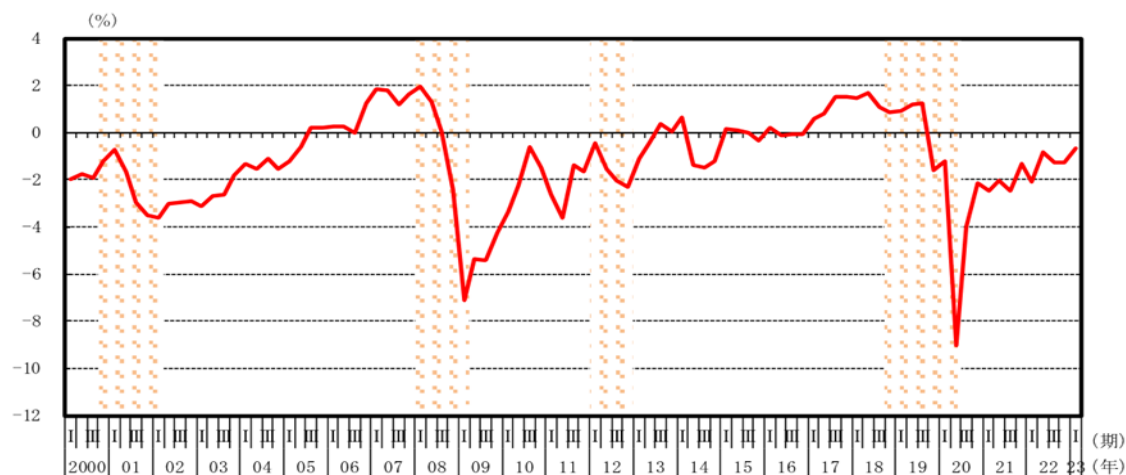
## ポストYCCに向けて

これまでの政策姿勢を引き継いだ植田総裁が描く安定的な物価と経済の姿への基準にあるのは、供給サイドの生産要素に基づく長期的均衡成長線（潜在成長率）との乖離で見るGDPギャップであろう。経済成長率がその域に達した時の、潜在成長率に沿った（ギャップがゼロ）経済成長率域での物価の安定推移（2%）、それをもってYCCの撤廃を含む金融政策の変更を実施するシナリオである。

その潜在成長率との対比で見たGDPギャップは図2.に示す通りである。推計値は幅を持って見る必要があり推計間の相違もあるが、潜在成長GDPとのギャップは埋まりつつある。だが政策変更域に接近してきたのは確かだが、それまでに物価上昇が加速すればYCCの撤廃と緩和政策の修正をスタグフレーション・リスクの中で迫られる恐れもある。また、それ以上に重要なことは、経済が均衡域に達したからといって、最終目標である経済の成長循環の回復に繋がる保証はないことである。GDPギャップの基準となる潜在成長率は過去の長期の平均値であり、90年代は2%、2000年代は0.8%、直近10年を基準にするなら0.5%程度である。この近傍での実質GDP推移が長期均衡に沿った安定的な推移、推計幅を含めて1%弱での推移となる。その域での物価を2%と想定すれば経済成長は、実質1%、名目3%弱の勘定となる。これでは、低迷域の水準で成長循

環への回帰とは見なし難い。成長期待も生じ難く、その乏しい中では景気を支えてきた株価も、相対的な日本株の割安感による買い一巡後は低迷に陥りかねない。

図 2. GDP ギャップの推移（内閣府）



出所：内閣府、2023 年 1－3 月期 GDP2 次改訂後の GDP ギャップより。

これまでの基本政策枠組みからは潜在成長率の引き上げとなろうが、需要への視点を欠く新古典派流の枠組みには、そこに至る処方箋はない。完全市場仮定を前提にする限り論理的にも（短期の）政策対応に意味はないとなるからである。長期的には、効率化投資、イノベーション喚起等が想起されようが、これらも需要が呼応しなければ波及しない。また調整や成長率引き上げには長い時間を要することは自ら実証してきたところでもある。経済は需要の波動による変動の中で成長循環していく。その需要に視点を置かなければ、成長の核となる設備投資循環も成長期待も生じない。実際、欧米の対応は、そこに視点を持つケインズ流の財政、金融政策の大胆な発動で成長循環に戻し金融政策の機能性と意義も高めている。YCC 撤廃後を見据え、物価目標を新たな成長目標に代え、需要喚起に向けた総合的経済政策の中で、今後の金融政策の位置づけと展望を検討して、広く明かしていくことが必要であろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2023 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882. 〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882.

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>