

## 岩田規久男著「日銀日記」で読み解く日銀の金融政策 —「2%インフレ未達は消費税増税が原因」との見方は説得力なし—

### KEY POINT

- 岩田氏による「日銀日記」は、本音の議論が随所に見られ、政策決定の舞台裏を理解するには格好の書
- 岩田氏は「消費税増税なければ、2%インフレは達成されていた」とするが、論拠は不十分
- 副総裁の5年間に、予想インフレやマネーの量についての見解を修正したが、柔軟性という意味で評価
- 財政の協力で需給ギャップを拡大させ2%インフレ達成、という岩田氏の提言には危うさ
- 白川前総裁の「中央銀行が物価だけを目標に政策運営すると不均衡が拡大する」という見解とは対照的
- 「大胆な金融緩和政策で成長率を押し上げることが可能」とする岩田氏に対し、白川氏は「金融政策に出来ることは需要の平準化(先食い)のみ」と反論

このほど「日銀日記:5年間のデフレとの闘い」(岩田規久男著)が出版された。2013年4月から2018年4月までの5年間で日銀副総裁を務めた岩田氏が日記形式で、この間の金融政策の足跡を記したこの書物は、黒田総裁の下での「異次元の金融緩和」と呼ばれた金融政策の内情を知るうえで貴重である。これまでに、日銀審議委員経験者による金融政策に関する出版物は幾つか見られたが、本書は、①日銀副総裁という日銀執行部の重責を担う政策担当者による書であること、また、②「リフレ派」を代表する一人として「レジームチェンジ」を企図した岩田氏による「理論と実践の記録」であること、さらには、③日記形式とはいえ、予め公表を意識して記された、歴史的な記録書としての価値があること、から、従来の書物には見られない異質の書となっている。「壮大な歴史的実験」である日銀の金融政策の変遷を理解する上での貴重な証言でもある。

当レポートでは、筆者が理解した「日銀日記」の概要を第1部で紹介するとともに、第2部では、それに対する筆者の感想を、白川前日銀総裁の見解(同氏による著作「中央銀行:セントラルバンカーの経験した39年」を参考)と対比しつつ述べることにする。

### 第1部: 「日銀日記」の概要

「日銀日記」は、題名のごとく、日付順に記されているので、時計の針を逆戻りさせ、時間を追って記憶を整理し理解するには適しているが、テーマ別に整理されている訳ではない。以下は、「日銀日記」(以下、著書)の中で言及されている内容を、テーマ別に筆者なりに整理し直してみたものである。

### 1. 「量的・質的金融緩和」の評価

2013年4月に導入した「量的・質的金融緩和」政策は、期待に働きかけ、予想インフレ率(一般には、「期待インフレ率」と言われているが、岩田氏は「予想インフレ率」と称している)を引き上げることにより、実質金利を引き下げ、設備投資などの最終需要を刺激することで、需給ギャップを改善し、インフレ率を上昇させようとした政策で、それまでの政策とは大きく異なっていた。2013年4月以降、急激な円安が進む中で、予想インフレ率だけでなく、実際のインフレ率も上昇し、「量的・質的金融政策」は順調な滑り出しをみせた。しかし、その後、消費税増税(2014年4月)、原油価格急落(2014年央~)という強い逆風が吹いたため、予想インフレ率は下落し、インフレ率も低下した。

### 2. 消費税増税

(2014年4月の)消費税増税は「愚策」。消費税増税がなければインフレ率(生鮮食品を除く消費者物価前年比)は、2014年夏頃に2%に達していた可能性が高い。消費税増税はインフレ目標を達成してからにすべき。2019年10月に予定されている消費税増税については、日銀が政府と「2%の物価安定が持続的になるまでは、消費税の10%への引き上げは凍結する」という協定を結ぶことが望ましい。

### 3. 黒田総裁の「どえらい発言」

黒田総裁は、政府の消費税増税(5%→8%)に関する「集中点検会合(2013/8/30)」で、「(増税しなかったときの国債金利急騰について)確率は低いかもしれない

が、起こったらどえらいことになって対応できなくなるリスクを冒すのか」と発言して、消費税増税を支持した。黒田総裁も財務省 DNA からは自由ではないのだろう。日銀総裁が財政政策について政府に意見を具申するのは「越権行為」でもある。日銀と政府はお互いの政策手段について干渉すべきでない(注)。

(注)岩田氏は、消費税増税反対を公の場で発言することはなかったが、それは、「執行部が2つに割れることを明らかにすると、期待へ働きかける効果が弱まる」と考えたから。ただし、「今振り返ると、日銀の信頼性低下というリスクを冒しても、消費税増税はリフレ・レジームを壊し、2%インフレがいつ達成できるかわからなくなることを、公の場で発言すべきであった」と岩田氏は述べている。

#### 4. マイナス金利とイールドカーブ・コントロール政策

消費税増税により「リフレ・レジームが壊れた」ため、(国債買入増額によるマネーの)量を増やして予想インフレ率を引き上げることができるかどうか、(岩田氏は)自信を無くしてきた。円高対策としては、名目金利を下げるマイナス金利は有効と考えた。マイナス金利は、金融政策手段が増え、金融政策の幅が広がり、今後の負のショックに対しても柔軟に対応できる。予想インフレが上がらないのであれば、マイナス金利は魅力的な政策だった。(2016/1/29の金融政策決定会合では)量の拡大かマイナス金利かで迷ったが、マイナス金利に賛成した。

しかし、マイナス金利導入により、予想外にイールドカーブがフラット化、銀行の収益が悪化するとともに生保や年金の資産運用が難しくなるなど金融機能の持続性に対する不安感をもたらし、マインド面を通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性があった。この可能性を断つことが「長短金利操作付き量的・質的緩和政策(イールドカーブ・コントロール政策)」導入の根拠。

ただし、消費税増税で壊れた「リフレ・レジーム」の下では、オーバーシュート型コミットメントも予想に働きかけるには不十分で、経済も物価も負の外部ショックに対しては脆弱。経済の枠組み自体が予想インフレを引き上げるといって「リフレ・レジームの再構築」が必要だ。

#### 5. 金融政策と財政政策の協調

予想インフレ率が低い状況下では、マネタリーベースを増やすだけでは、インフレ目標の達成にかなりの時間を要する。「金融政策と財政政策の協調」という「リフ

レ・レジームの再構築」が必要だ。政府が子育て・教育を支援することを含む社会保障改革をすることで若い世代の社会保障不安がなくなり、若い世代の消費が刺激される。日銀は現在のイールドカーブ・コントロール政策の下では、増発された国債の相当部分を買入れることになる。

#### 6. 財政再建

「財政再建に急ぐな」と言っている訳ではない。財政緊縮度を上げるより、財政緊縮の程度を経済・物価の状況に応じて調節する(例えば、消費税増税の時期を遅らせる、など)方が、財政収支の対名目GDP比の分母である名目GDPがより大きく拡大するため、政府債務の対GDP比は低下して、むしろ財政再建が進む。

#### 7. 出口論

(金融正常化の過程で)日銀の経常収益がマイナスになったり、日銀の自己資本が毀損されたり、自己資本が債務超過になっても何ら問題はない。本来、中央銀行は自己資本を保有する必要はない。しかし、世間には誤解があるので、日銀は引当金制度を導入し、収益の安定を図っている。ただし、米国でのバーナンキショック(2013/5月、テーパータントラム)にみられるように、量的緩和からの出口は容易ではなく、市場とのコミュニケーションは難しい。今後、政府が財政支出を増やせば、ヘリコプターマネーと同じような効果が発揮され、2%インフレ目標が視野に入ってくる。日銀は、この効果が行き過ぎるのを防ぐ役割がある。

#### 8. 日銀の独立性

現在の日銀執行部は、政府から完全に独立して金融政策を運営しており、旧執行部とは異なっている。政府から金融緩和の圧力を受けて緩和するというようなことはない。金融政策と同様、日銀執行部もまたレジームチェンジした。現在の執行部は「出来るだけ早期に2%インフレを達成するにはどうしたらよいか」という1点に集中して金融政策を運営している(2015年10月22日の記述、以下、日付はとくに断らない限り「日銀日記」の日付)。

#### 9. 政治との関係: 民主党議員批判

民主党(当時)議員のなかには、「量的・質的金融緩和」の重要な波及経路である「実質金利低下」の経済的意味を理解しない議員が複数いた。その結果、的外れでレベルの低い質問が繰り返された。質問の態度も不遜で説教するような姿勢だ。「なんとかにつける薬はな

い」、というのが率直な思い。こうした人が(2016/7月の参議院選挙で)落選したのは喜ばしいことだ。もっとも、民主党の一部には礼節をわきまえ、経済知識を有している議員もいたが、こうした人が主流派になれなかったことが、民主党の没落とその後の低迷の原因だろう(筆者注:第4章『『経済音痴』の民主党国会議員の対応に追われる日々』では民主党だけでなく一部の自民党、その他の野党の議員の名前が実名入りで登場するが、当レポートでは、実名は省略する)。

## 10. 岩田氏の考え方の変化

「量的・質的金融緩和」導入時には、金融政策で予想インフレ率を上げることで実質金利を低下させ、これが円安・株高と最終需要の増大をもたらし、インフレ率が上昇するという経路を想定していた。しかし、消費税増税後は、このような「フォワードルッキングな予想形成」が困難になり、適合型インフレ予想(筆者注:インフレ予想は過去のインフレ実績によって大きな影響を受ける、という考え方)を前提とした波及経路を考えるようになった。すなわち、インフレ予想を引き上げるためには、インフレ率自体が先に上がる必要がある、という考えに変わった。

「マネーの量」の位置づけも変化した。当初は、マネーの量(マネタリーベース)を増やすことが、日銀の2%インフレ達成に向けた強い意志を表すもので、これがインフレ予想を引き上げる作用を有する、と考えていたが、「イールドカーブ・コントロール政策」導入直前(2016年8月29日)には、量の拡大を主張する他のリフレ派エコノミストとは一線を画し、「国債購入額を増やしたところで、予想インフレ率は上がるだろうか」と、マネーの量の拡大の効果に疑問を呈するようになった。なお、日銀の金融政策の操作目標が量から金利へシフトすることとなった「イールドカーブ・コントロール政策」が議論された2016年9月21日の金融政策決定会合では、岩田氏は副総裁として同政策に賛成票を投じたが、採決の結果は5対4と1票差であった。仮に岩田氏が量の拡大を主張し、「イールドカーブ・コントロール政策」に反対したら、同政策への移行は実現しなかったであろう。

## 11. 日銀審議委員の評価

岩田氏は、著書のなかで「副総裁就任直後の金融政策決定会合で、何故、あれほどの思い切った案に、審議委員は基本的な部分で全員賛成したのか」と自問している。同氏はその答えとして次の3点を挙げている。

- ① 白川前総裁の考え方は極端で、日銀の人が

全員その考えに完全に同調していたわけではなかった。

- ② 審議委員も、白川前総裁のもとでのような政策を続けていても、デフレは到底脱却できず、相当のことをしなければならぬ、と考えるようになった。
- ③ 日銀の役職員はサラリーマンである。従いたくなければ辞めるしかない。パナソニックのように社長が「これからはプラズマだ」といえば、プラズマ生産に走る。

また、審議委員の任命の重要性についても、マイナス金利導入を決定した2016年1月の金融政策決定会合での結果(5対4の僅差で執行部案が可決)を受けて、「今回の票割れは、安倍首相がいかに誤りなく審議委員を選ぶことが重要であるかを如実に示している。政策委員メンバー9名の多数を獲得しなければ、総裁は実際には(自らが望む政策を)できない。(金融政策決定会合での)賛成は、正副総裁3名と安倍首相が任命した2名で、反対の4名は白川前総裁の金融政策を支持してきた委員である。」と述べている。

## 第2部: 筆者の感想と見解

### 1. 消費増税がなければ2%インフレは達成されたか

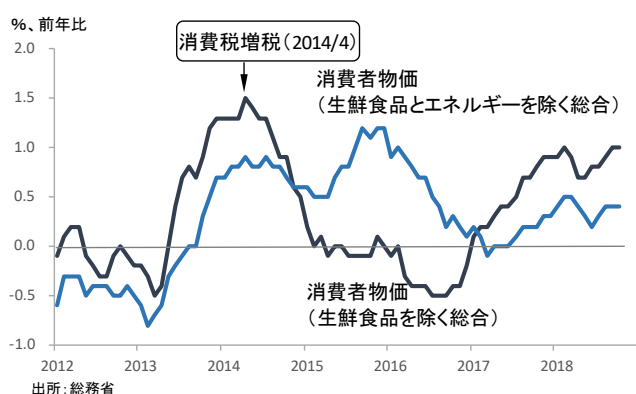
前記のとおり、岩田氏が著書のなかで強調しているのは、「2013年4月に導入された量的・質的金融緩和政策は、最初の1年間は上手く行っていた。2014年4月の増税なかりせば、2%インフレは2014年夏ごろには達成されていた可能性が高かった」という点だ。この点について検証してみたい。

岩田氏は、「生鮮食品を除く消費者物価(筆者注:以下、コアCPI)前年同月比(同以下、前年比)は、消費税増税分を除き2014年4月までに1.5%まで上昇した。しかし、その後は消費税増税によって低下を始めた」としている(図表1、次ページ)が、「(消費税増税なかりせば)2014年夏ごろには2%インフレが達成されていた」との結論を導くための根拠は、著書の中では十分に示されていない。筆者は、仮に消費税増税がなかったとしても、以下に示す理由から、2%インフレは達成されなかったと考える。

第1に、2014年1-3月期にかけてのコアCPI前年比が上昇したのは、円安による輸入物価上昇の影響が大きかった。輸入物価前年比は、2012年10月までは

マイナスで推移していたが、その後は円安を受けて上昇し、2013年7月には18.6%まで上昇した。しかし、ドル円レートは、2014年初に100円/ドル台が定着したものの、その後は100円台で膠着状態が続いたこと（120円台に向けて再び円安になるのは、量的・質的金融緩和第2弾が発表された2014年10月以降）に加え、2014年8月以降は原油価格が急落したことから、輸入物価前年比は再び急落し、2015年1月には再度マイナスになった。筆者も、コアCPI前年比が2014年4月をピークに低下に向かった要因の一つとして消費税増税を指摘することに反対ではないが、コアCPI前年比は、2014年4月時点ですでに上昇力を失っていたと考える方が自然だ。

(図表1) 消費者物価(消費税増税の影響を除く)

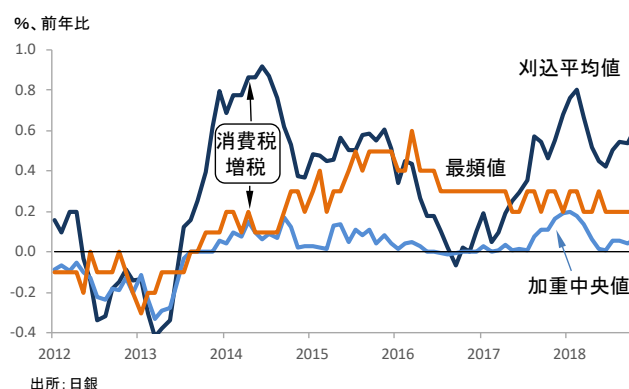


なお、内閣府の試算によると、10%の円安で0.2%~0.3%のインフレがもたらされる(個人消費デフレーター)とされているが、日銀の異次元緩和が始まるまでに20%円安になっていたので、2014年4月のコアCPI前年比1.5%のうち、0.5%程度は円安効果だったと推測できる。であれば、円安要因を除くと、消費税増税直前のインフレ率の実力はせいぜい1.0%程度であり、2%には依然として距離があったことになる。また、岩田氏が指摘するように、120円を大きく超える円安は持続困難だったので、「円安で2%インフレ実現」というシナリオの妥当性も低かった。

次に、日銀が「物価の基調」として重視する「生鮮食品とエネルギーを除くCPI総合前年比」は、2014年4月でも0.8%の上昇に止まっていた。2%までには程遠い数字だ。さらに、極端な値上がり・値下がりをした一部の品目の影響を除いた「刈込平均値(上下各10%を除く)前年比」の2014年4月の値は0.9%だ(図表2)。一方、日銀が同じく「CPIの基調的な変動」をみるうえで注目する、「加重中央値(価格上昇率の高い順にウェイトを累積して50%近傍にある値)」と「最頻値(品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化

率)」はともに0.2%とかわらうじてゼロを上回っていたに過ぎない。このことは、日本では、CPIが上昇し始めたとはいえ、物価の上昇は一部の品目に偏っていたことを示唆している。2014年4月時点で値上がりした(消費税の影響を除く前年同月比がプラス)品目数は全体の56.3%となっていたが、値下がりした品目数も38.0%あり、その差は18.3%に止まっていた。値上げした品目に拡がりが見られなかったこと、言い換えれば、価格の粘着性が強いことが特徴であった。物価に詳しい渡辺努東大教授が、まさにこの点を指摘している(「物価上昇の減速『価格据え置き』の呪縛」存在」日経新聞2015/2/26)。

(図表2) 基調的なインフレ率を捕捉するための指標(消費税増税の影響を除く)



以上の点を考慮すれば、仮に2014年4月の消費税増税がなかったとしても、2%インフレ、とくに安定して2%を上回るインフレ率が出現する可能性は極めて低かったと言えよう。また、岩田氏は、原油価格急落も一つの要因として掲げており、その解釈に反対するものではないが、原油価格は歴史的にみても大きな変動を繰り返していた。この意味では、この時期に原油価格が急落したことは、予想インフレ率引き上げを企図した日銀にとっては不幸であったが、日本にとっての外部環境が常にインフレ的、言い換えれば日銀にとって常に好ましい環境であることを期待すること自体がそもそも無理な話だ。多少の逆風があることを想定して政策立案するのが当局者の役割であるはずだ。岩田氏は、2019年10月の消費税増税にも反対しているが、消費税増税延期だけで安定的な2%インフレが達成できると信じているのだろうか。また、岩田氏は、2%インフレを達成するためには、協調的な財政政策が必要との考えだが、どの程度の財政面からの援護射撃が必要になるのか、定量的に示す必要がある。

## 2. 需給ギャップの改善だけで 2%インフレは達成できるのか

日銀は、「量的・質的金融緩和政策」導入時から現在に至るまで、需給ギャップの改善が続けばいずれ 2%インフレが達成可能、という見解を継続している。しかし、需給ギャップがどこまで拡大すれば、2%インフレに到達できるのか、と言う点については明らかにしてこなかった。需給ギャップとインフレ率の関係を示すフィリップス曲線を前提とすると、実際のインフレ率は、需給ギャップだけでなく、予想インフレ率にも依存するが、予想インフレ率の上方シフトが期待できなくなった現在、日銀は、需給ギャップとインフレ率の関係(日銀が想定するフィリップス曲線)を明示的に示すことが求められているが、これまで日銀はこの点についての詳しい説明を公表していない。

一方、岩田氏は著書の中で「2%の物価安定のためには、需給ギャップをバブル期並みに改善しなければならない」(2017/7/25)と述べている。ちなみに、バブル期で需給ギャップが最も拡大したのは 1990 年 10-12 月期の 5.07%だ(日銀調べ)。直近(2018/4-6 月)の需給ギャップは 1.86%なので、需給ギャップが 5.07%まで拡大するには、あと 3.21%の拡大が必要になる。第 2 次安倍内閣発足以降の過去 5 年間(2013 年度～2017 年度)の平均実質成長率である 1.26%が今後も続くと仮定すると(この時期は、世界景気が回復局面にあったので、かなり楽観的な仮定だが)、需給ギャップが 5.07%に達するには 6.7 年かかる(潜在成長率は足下の 0.78%が続くとこの前提)。果たしてこの試算結果は現実的だろうか。

第 1 に、世界経済の景気後退入りが 2020 年にもありうるという慎重な見方が台頭するなか、世界経済が今後 6 年余り順調に回復するという前提は、あまりに楽観的だ。第 2 に、日本だけでなく世界的に物価が上がりにくい状況となっているが、これは、フィリップス曲線の形状が 1990 年当時と比べ、世界的にフラット化している可能性が強いことを示唆している。とすると、2%インフレ達成に必要な時間はさらに長くなる。第 3 に、日銀は「オーバーシュート型コミットメント」を採用しているので、目指すのはインフレ率が 2%を上回るような需給ギャップの大きさだ。そのために必要な需給ギャップは 5%を大きく上回る。であれば、日銀が目指す経済はバブル期を上回る過熱経済ということになる。それは果たして時間をかければ実現するものなのだろうか。また、そこまでして 2%インフレを目指す必要があるのだろうか。素朴な疑問が湧いてくる。

## 3. 超金融緩和政策長期化のコスト

「予想インフレ率が上がらない下で実質金利を下げるには、名目金利を下げるしかない」というのが岩田氏の消費税増税後の考えであり、日銀がマイナス金利およびイールドカーブ・コントロール政策へ転換した基本的な哲学でもあるが、名目長短金利の低下とフラット化したイールドカーブの組み合わせは銀行収益を直撃する。日銀は、本年 7 月に「金融市場機能回復」のために長期金利の上昇を容認する姿勢を明らかにし、10 年国債金利も一旦は上昇したが、足下、世界的な長期金利低下を受け、低下している。金融機関収益にはさらに厳しい環境となっている。日銀は「足下の金融機関収益は大丈夫」としているが、(上記に示したように)今後こうした状況が数年続くことを展望すると、日本の金融システムの安定性に関するリスクにも配慮が必要だ。

超金融緩和が長期化すると、様々なところで不均衡が生じる。その最たるものは財政赤字の拡大と公的債務の止めどなき増加だ。現在のイールドカーブ・コントロール政策の下での国債の発行コストが事実上ゼロであるが故に、政府は弾力的な財政政策が可能となっており、来年 10 月に予定している消費税率引き上げについても、ショックを軽減すべく歳出の大盤振る舞いを見せている。岩田氏自身は、他の(あるいは一部の)リフレ派エコノミストとは異なり、財政再建については必要性を認めているが、岩田氏が提唱するように今回も消費税増税を延期し、歳出拡大も容認すると、本当に政府債務の名目 GDP 比が低下するのかどうか、疑問だ(岩田氏は、名目 GDP の伸び率が政府債務の伸び率を上回るので、政府債務対名目 GDP 比率は低下するとの見方)。少なくとも、今後数年間の財政赤字とインフレ率、名目 GDP の見通しを具体的に示したうえで議論すべきだ。

財政を景気対策として用いるのが正当化されるのは、需給ギャップが大幅なマイナスで、民間需要が委縮している局面だ。財政支出は、民間の投資と違って非効率率になりやすい、という構造的な問題を含んでいるが故に財政支出への過度な依存は避けなければならない。不必要な公共投資が増えると、将来の公共施設の維持補修費用が嵩み、さらに財政赤字が増える悪循環に陥りやすい。インフレ率が低いうちは、国債の発行コストも低く抑えられるので問題がないように見えるが、将来インフレ率が 2%を超えてきたときに、大盤振る舞いした財政支出を抑制できるのだろうか。財政支出の増加は、特定の受益者層・利益団体を生み、財政支出の削減には強い政治的抵抗を示すであろう。国会の財政監督機能が十分でないとは無視でき

ないリスクだ。

このほか、超低金利と円安でのみ存続できる大量の「ゾンビ企業」を生み出すリスクもある。これは、長期的にみて生産性低下要因だ。ただし、ゾンビ企業が増えているのは日本だけでなく、世界的な現象でもある。BIS(国際決済銀行)のレポート「The rise of zombie firms」(2018/9月)によると、「調査対象の14か国の上場企業の12%がゾンビ企業(利益だけでは利払い負担を賄えない企業)」だという。銀行(レバレッジド・ローンなど)だけでなく、投資ファンドなどを通じてマネーが供給され、こうしたゾンビ企業の存続を許す結果となっている。こうした先は、金融正常化に伴う金利上昇の下では破綻する可能性が高く、これは、銀行のバランスシートの毀損を通じて、次の景気の谷を深くするであろう。あるいは、景気後退に陥る前に、一部の金融機関の収益力が低下して、それが金融システム不安をもたらすリスクもある。

とはいえ、世界の主要中央銀行がゾンビ企業を整理するために利上げすべき、という積りは毛頭ないし、こうした提言は非現実的だ。今回の局面では、主要中銀が大幅に金融緩和し、需給ギャップが改善してもインフレ率が上がらない、という前例を見ない事態となっているが、Fed、ECB、日銀が量的緩和を含めた大幅な金融緩和を始めた当時は、おそらく誰もこうした事態を想定していなかったであろう。その意味では「(大規模緩和を)一旦始めたら止められない」ことによるコストを最も意識すべきなのは日本ということになる。

岩田氏は、「量的・質的金融緩和のコストとしては、株式や不動産の価格がファンダメンタルズを超えて上昇し、バブルが生ずることであろうが、その兆候は全くない」(2016/6/9)としているが、岩田氏が見落としているのは「信用バブル」ではないだろうか。本来は借り入れあるいは資本調達できない先に資金が回っている現象だ。もっとも、岩田氏、あるいはリフレ派エコノミストは「それこそが重要な政策の波及経路だ」と言うのだろうか。岩田氏が言うところの「株式・不動産バブル」は伝統的な資産バブルだが、過去の歴史をみても分かる通り、バブルは同じ姿では舞台の上に登場しない。毎回異なった衣装で登場し、バブルが崩壊して初めてバブルと認識されるものだ。信用バブルが崩壊すると、ゾンビ企業だけでなく、現在の超低金利で最も大きな恩恵を得ている政府の信用が問われる事態が訪れる可能性がある。ただし、政府の信用が問題になるのは、インフレが高進したあとであり、低インフレで日銀がイールドカーブ・コントロール政策を続けられる環境の下では国債の暴落は起こりえない。政府の信用は、出口論と一体で議論されるべき問題だ。これまで、先進国

では、金融危機と財政危機が同時に起きたことはなかったが、両者が同時に起きるような場合、どのような対処方法があるのか、全くの未体験ゾーンであるがゆえに悩ましい問題だ。

#### 4. 金融政策の役割と限界: 白川氏との対比

岩田氏は「企業収益や雇用の増加をもたらした大きな要因は第1の矢(大胆な金融緩和)だけである」「アベノミクスの第3の矢(成長戦略)の効果は、いまのところほとんど現れていない」「第2の矢(機動的な財政政策)は放たれるどころか、逆に総需要抑制的に働いている」(2016/7/1)として、アベノミクスの成果を金融政策に求めている。筆者も第3の矢については、過去の政権よりはマシだったが、第2次安倍政権の下での日本にとっての外部環境の好転を勘案すると、もっと積極的にやるべきだった、と考える。一方、金融政策の評価については、「確かに短期的には日本経済の押し上げに寄与したが、中長期的な評価は時期尚早、すなわち、今後の推移を見てからでないと固まらない」と考えている。それは、結局のところ、日銀の出口戦略も含め、大胆な金融緩和のコストは今後顕現化するので、ベネフィットとコストの両方を見届ける必要がある、と考えるからだ。

この点において、岩田氏(それに黒田総裁も)と白川日銀前総裁の考えは大きく異なっている。白川前総裁は、著書「中央銀行 セントラルバンカーが経験した39年」のなかで、「金融政策で出来ることは、将来の需要を現在に前倒しで持ってくる、すなわち需要の先食いである」という認識を示している。白川氏は、黒田日銀総裁の下での金融政策には直接コメントしていないが、白川氏の言わんとするところは「行き過ぎた金融緩和が長期化して金融不均衡が拡大し、その後の金融不均衡の崩壊が深い景気の谷を形成すると、均してみると、ネットでプラスにはならない。むしろ不均衡崩壊のあとは、成長率が下方屈折して低下する傾向が強い。」ということではないだろうか(これは、あくまで筆者の解釈)。白川氏は「金融政策が物価に過度に焦点を合わせると・・・(低金利予想から)過剰な債務が積み上がり、やがて危機を生む一因となる」(週刊エコノミスト、2018/12/25号)と述べている。「2%物価目標が達成されるまであらゆる手段を講じていく」(黒田総裁の国会での発言、2013/3/28)という黒田総裁・岩田副総裁(当時)の当初の姿勢とは大きく異なる。中長期的な観点から政策の有効性を判断する白川氏と短期的な押し上げが中長期的な成長率に影響を及ぼすという見解の黒田・岩田氏のどちらが正しいかは、今後の5~10年の経済・物価の状況を見て判断することになる。

この点に関する筆者の判定基準の一つは、金融緩和のサプライサイドへの影響だ。大胆な金融緩和は基本的に「痛み止めの注射」のようなものである。痛みが抑えられている間に本格的な治療、具体的には規制緩和や構造改革のような潜在成長率を押し上げる政策をとることが出来たのであれば、金融政策の貢献を評価できる。しかし、痛み止めで痛みを忘れていた時間を単に浪費してしまったなら、むしろマイナスだ。ただし、グローバルには、金融政策がサプライサイドに影響を及ぼさない、という意見が主流だ。岩田氏もこの点は理解しているようで、著書のなかで引用しているバーナンキ前 FRB 議長のコメント:「金融政策で我々が努めているのは短期的な循環的なギャップだ。長期的には、潜在成長率を高めることで、それは Fed の仕事ではない」からも明らかだ(ただし、この点についての岩田氏のコメントはない)。黒田総裁による「異次元金融緩和」という壮大な社会実験をプラスに評価できるとしたら、こうした見方に対抗して、日本のサプライサイドを変えること(生産性上昇を通じる潜在成長率の上昇)だったと筆者は理解しているが、その答えはまだでない。

なお、「出口論」については、岩田氏は他のリフレ派と同様、将来インフレ率が上昇して利上げする際には、独立した日銀が判断して正常化への舵取りをすれば問題ない、との立場だが、はたしてその時点で日銀の独立が保たれているかどうか、は保証の限りでない。いみじくも岩田氏が指摘するように、総裁を含む政策委員会の構成メンバーは内閣の任命なので、独立性が脅かされるリスクがないとは言い切れない。日銀法改正をちらつかせる国会議員もいる。まさに過度の金融緩和のリスクはここにある。

## 5. 岩田氏の「柔軟性」

岩田氏は、日銀副総裁在任中、メディアに対し様々な話題を提供した。その一つが「辞任」発言とその事後処理だ。岩田氏は「日銀日記」のなかでも、この問題に多くのページを割いている。「辞任発言」とは、岩田氏が副総裁就任前に国会での所信説明において、民主党の代議士からの「2年で2%インフレ目標が達成されなかった場合の責任の所在ですが、職を賭すということですか」という質問に対し、「どのように責任を取るのが良いかわからないが、最高の責任の取り方は辞任だ」と述べている。このことが発端となり、原油価格の急落に伴いインフレ率の低下が目立ち始めた2014年末以降、何度となく野党議員から所信説明時の「辞任発言」との整合性を問われることとなった。

この点に関し、岩田氏は、「最高の責任の取り方」とは

「説明責任が果たせなかった場合」と言うことで、「どんな理由であれ、辞任するとは言っていない」と、「条件付き辞任」発言であったと述べているが、やや苦しい弁解に聞こえる。事実、岩田氏は「私もうかつだった」(2014/12/15)と誤解を招くような発言を反省している。ただし、岩田氏は同時に「職にしがみつけないという気持ちが強かった」(同)とも述べており、これは岩田氏の真意であろう。筆者も岩田氏がこの発言を理由に辞任する必要はなかった、と考えている。

また、前記のとおり、岩田氏は5年間の副総裁としての任期中、金融量的・質的緩和政策の波及経路、とくに予想インフレの位置づけについての見解を変えたほか、マネーの量の効果についても認識を改め、さらには金融機関の経営・金融機能の持続性への配慮を見せるようになった。日銀の執行部として様々な情報に接するうちに、従来の考えを修正していったものと考えられる。この点につき、「従来の主張との矛盾を指摘する声が上がっていた」(日経新聞、2016/10/27)との見方が出るなか、岩田氏は「私の考え方も進化してきた」(同)と国会で述べている。筆者は、岩田氏の考え方の変化を「進化」なのか、あるいは「矛盾」として捉えるべきなのかという議論はさておき、こうした柔軟性は評価すべきと考えられる。社会科学で完全な理論は存在しない。社会科学の研究対象である人間の営み自体が新しい考え方に影響されて変化するからだ。その変化を踏まえて、従来の理論を修正し、新しい理論を構築する必要がある。ただし、岩田氏には、2%インフレ目標が未達になっている現状(おそらく今後数年かけても2%インフレは達成されないであろう)に真摯に向き合い、現状の政策の副作用も含め実証的な研究をしていただきたいと願っている。

海外の中央銀行で、過去に「名総裁」と呼ばれた何人かの総裁の例をみると、中央銀行総裁に任命されたときは、任命権者である首相、大統領の政策に沿った金融政策を志向しても、状況の変化に応じ、時の政権の意向とは必ずしも沿わない政策をとり、それが長期的な経済の安定性に繋がったことが少なくない。中央銀行と政府の視点が異なるのは、中央銀行の政策の時間軸がより長く、中長期的な経済の安定を目指すのに対し、民主国家の政府の場合には、選挙を意識して短期目標の追及に走り勝ちになる点だ。中央銀行の総裁・副総裁には、こうした長期的な視野と柔軟性が必要だ。

## 6. 中央銀行と政治の関係

岩田氏も白川氏も政治との関係についてはかなり苦労したようだ。この点は、両者に共通している。岩田氏

は、経済の基礎的な考え方を理解しない民主党議員による国会での質問内容に厳しい批判を著書のなかで繰り広げている。ただし、審議委員の任命については、前記のとおり、2016年1月の金融政策決定会合での票割れに関し「誤りなく審議委員を選ぶことが重要」と述べ、間接的ながら、岩田氏と意見を同じくする審議委員の任命を安倍首相に期待している様子が見て取れる。審議委員を任命する基準は「経済又は金融に関して高い見識を有する者その他の学識経験のある者」(日銀法23条2項)であって、特定の政策に関する是非ではないはずだ。金融政策についての特定の考え方に賛成する者だけを審議委員として任命することは、まさに政治による金融政策への影響を強めることになりかねない。

一方、白川氏は、2013年1月22日に発表された政府と日銀の「共同声明」をまとめるに至った経緯を振り返り、政治の圧力といっても、政治家を選んだのは国民であるので、国民の声には耳を傾ける必要がある、として政治と中央銀行の関係を同氏の書著のなかで総括している。岩田氏は、民主党議員の経済学の知識の欠如について、副総裁時代には公には言えなかった批判(この点については、筆者も岩田氏に同情するが)を著書のなかで展開しているが、これらの議員も選挙で選ばれた代表である限り、言葉を尽くして誠意をもって、説明する責務がある。その点、これまで学者生活を長く続けてきた岩田氏が、その落差に驚いた面は理解できるが、日銀の政策を国民に訴える良い機会でもあるので、日銀執行部の一人として、丁寧で分かり易い説明をすることが求められている。

(菅野雅明)