

短期における2%物価安定目標の適切性

法 専 充 男

Mitsuo HOSEN. Appropriateness of the 2% Inflation Target in the Short-Run. *Studies in International Relations* Vol.39, No. 1. October 2018. pp. 1-11.

Under the new governor, the BOJ launched the ultra-expansionary monetary policy in April 2013, with the goal of achieving 2% CPI inflation within two years. However, the 2% target has not been achieved, and in the meantime the painful side-effects of the extreme policy have become apparent. This paper is intended to primarily show that the merit of achieving the 2% target in the short-run is not as large as expected and that the 2% target should be pursued in the longer-run.

はじめに

2013年4月に日本銀行は黒田新総裁の下で2%の物価安定目標を2年以内に達成することを目指し、異次元の金融緩和を開始した。しかし、2年で目標は達成されず、その後目標達成時期は6回にわたり先送りされたものの、2018年夏の段階でも目標は達成されていない。この間異次元金融緩和の弊害が目立ってきており、金融政策の今後の在り方が経済政策上の大きな論点となっている。

今後の金融政策の在り方を考える上では、当然のことながら異次元緩和のメリットとデメリットとを比較秤量することが必要となる。物価安定目標として2%を目指す主たる理由は、不況あるいは景気後退に陥った場合でもデフレ、すなわち物価の持続的下落を回避できるように、ある程度のバッファーを平時において確保しておきたいということであろう。したがって、2%目標を達成することのメリットの大きさは、デフレに陥った場合のデメリットの大きさと正比例するものと考えられる。日本では1990年代の後半から数年前まで基調としてデフレが続いてきた。とりわけ90年代の終盤から2000年代の前半にかけてデフレの下での景気の悪化に苦しめられた。この苦い経験の故に、日本ではデフレに対する強い警戒感

が抱かれるに至った。本論文では、この時期のデフレ・スパイラルとも呼べる状況は、バブル崩壊後の地価の持続的下落と企業で積み上がった過大な債務という特有の条件の下で発生したものであり、現時点で仮にデフレに陥ったとしても、出発点における条件が大きく異なるため、同様のデフレ・スパイラルに悩まされる可能性は当時と比べ低い旨主張する。換言すれば、2%の物価安定目標を早期に達成することのメリットは、一般に想定されているほど大きくない可能性が高いと考えられる旨主張する。次に、本論文では2%目標を短期で深追いすべきでないと考えられるその他の理由を説明し、さらに2%目標を短期間で達成することは極めて困難な点を再確認する。その上で、結論的としては、短期的に2%目標を深追いして、異次元緩和を継続・強化していくことは不適切であり、この目標を継続するとしても長期的な目標として位置付けるべきである旨主張する。

本論文の構成は以下のとおりである。第1節では物価の現状について評価する。ここでは2%の物価安定目標は達成されていないものの、物価の持続的下落という意味でのデフレからは脱却していることを明らかにする。次に第2節では2013年に始まった異次元金融緩和の弊害、問題

点を整理する。ここでみた異次元金融緩和のいわば“罪”の大きさと比べて、その“功”がどれほど大きいのかをみようとするのが本論文の中心部分たる第3節である。ここでは2%の物価安定目標を2年といった短期間で達成することのメリットの大きさ、逆に言えば短期にデフレに陥った場合のデメリットの大きさを、90年代終盤から2000年代前半の時期と比較しながら検討する。第4節では日銀が物価安定目標としている2%という数字は絶対視すべき数字ではなく、深追いつけるべきではないこと、またこの数字を現在の日本で2年以内といった短期で達成することは極めて困難と考えられる理由を説明する。

1. 物価の現状

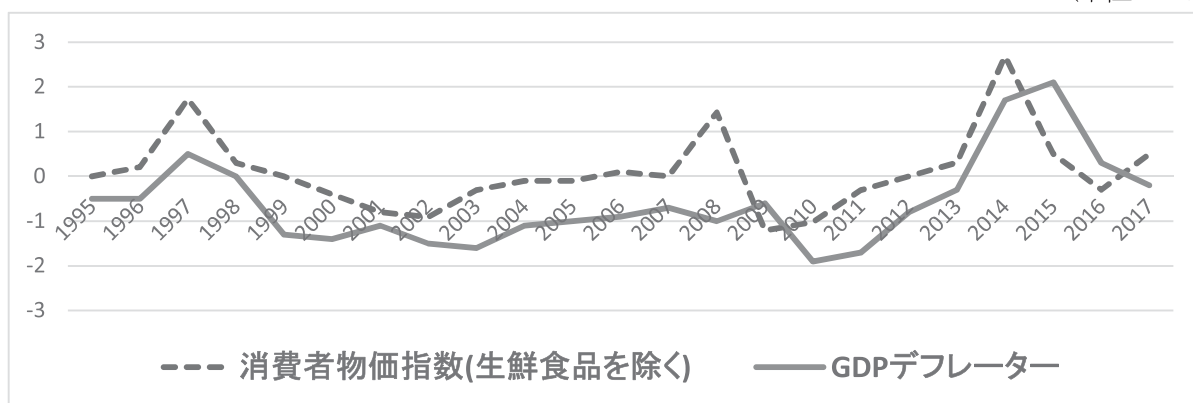
デフレを物価の持続的な下落と定義すれば、本論文執筆時の2018年春の段階で日本はもはやデフレではないと言ってよいであろう。図1は消費者物価（生鮮食品を除く）とGDPデフレーターの上昇率の推移を年次別にみたものである。消費者物価（生鮮食品を除く）もGDPデフレーターも、1990年代後半以降20年近くにわたり基調として下落を続けてきた。1997年4月には消費税率が3%から5%に引き上げられたことにより、一時的に両指数とも上昇し、2008年には世界的な一次産品価格の高騰により消費者物価が上昇を示した。しかし、これらの時期を除けば、物価はいずれの指標でみても下落を続けてきた。しかし、

2013年以降、基調の変化がみられ、両物価指標ともに総じて上昇傾向を示している。2014年については、CPI（生鮮食品を除く）上昇率2.7%の中には、消費税が同年4月に5%から8%へと引き上げられた影響が含まれているが、総務省統計局の試算では、その影響を除いても1.1%の上昇となっている。図2は、最近の動きをより詳細にみるために、2013年以降の物価上昇率の推移を四半期ごとにみたものである。これをみても、物価はデフレという状況から脱しているようにみえる。

要するに、物価の現状をみると、物価の持続的な下落という意味でのデフレではないものの、消費者物価でみて2%という物価安定目標は達成できていない状況であり、果たしてどこまで2%目標の2年以内といった短期間で達成に固執するのかということが金融政策上の大きな問題となる。この問題を考えるに際しては、当然2%達成のメリットと、それを達成するために講ずる政策のデメリットとを比較秤量する必要がある。本論文は前者についての検討を中心に据えるものであるが、次節ではまず後者、すなわち異次元金融緩和の弊害についてみてみよう。

図1 物価上昇率の推移(年次)

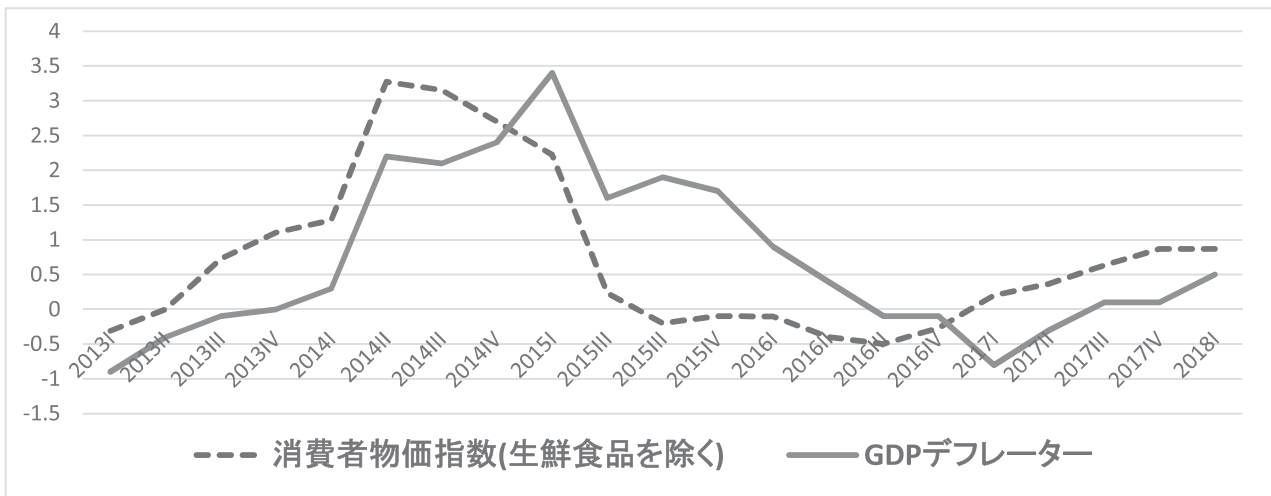
(単位：%)



(出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成。

図2 物価上昇率の推移(四半期)

(単位: %)



(出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」を基に筆者作成。

2. 異次元金融緩和の弊害

日本銀行は2013年1月に「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約束した。その実現のため、いわゆる異次元の金融緩和が開始された。同年4月に黒田新総裁の下「量的・質的金融緩和」を導入し、2014年10月には「量的・質的金融緩和の拡大」を実施した。その後、2015年12月には「量的・質的金融緩和」を補完するための諸施策の導入、2016年1月1月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入、2016年7月には「金融緩和の強化」を行った。さらに、同年9月には金融政策強化のための新しい枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

こうしてこれまで5年以上にわたり量的・質的金融緩和の拡大・強化を続ける間に、その弊害も目立つようになってきている。日銀のバランスシートは急拡大しており、資産総額は2018年3月には約528兆円となり、米連邦準備制度理事会(FRB)を超えた。13年4月に量的・質的金融緩和を開始した直前と比べると約3倍に膨張している。しかもその資産の中には株式をはじめ、従来中央銀行が保有してこなかったリスク資産が多く含まれている。将来的にリスク資産の価値が大

きく低下すれば、日銀の信用、日銀の発行する通貨の信用にかかわることにもなりかねない。また、超低金利、マイナス金利の下で、政府の財政規律は極端に弱まっている。銀行は資産サイドと負債サイドとの金利差で利益を上げるという従来のビジネス・モデルが通用しなくなっており、特に地方銀行の経営状況は厳しいものとなっている。さらに、長期国債市場では、日銀の大量購入により、市場の機能が大きく損なわれており、株式市場では日銀のETF(上場株式投信)の大量購入で株価形成に歪みが生じている。

3. 2%の物価安定目標達成のメリットとデフレの弊害¹

日銀は従前物価安定目標としてCPI(消費者物価指数)上昇率1%を採用していたが、13年1月に目標を2%に変更した。これにより、アメリカの2%、ユーロ圏の2%弱²と目標をそろえる形となった。いずれにせよ、日銀が2%という、ゼロとは有意に異なる目標を掲げるのは、仮に景気が後退局面に入ったとしてもデフレに陥らないように、あるいは経済にマイナスのショックが加わった時にもデフレに陥らないように、平時においてある程度のバッファを設けておくためというのが主な理由であろう。ということは、2

%目標達成のメリットの大きさは、デフレに陥った場合の経済への悪影響の大きさに比例するということになる。すなわち、予想されるデフレの悪影響が大きければ大きいほど、2%目標達成のメリットは大きいことになる。そこで、以下では現時点で日本がデフレに陥った場合の経済への悪影響の大きさについて検討することとするが、その前にまずデフレの弊害一般についてみてみよう。

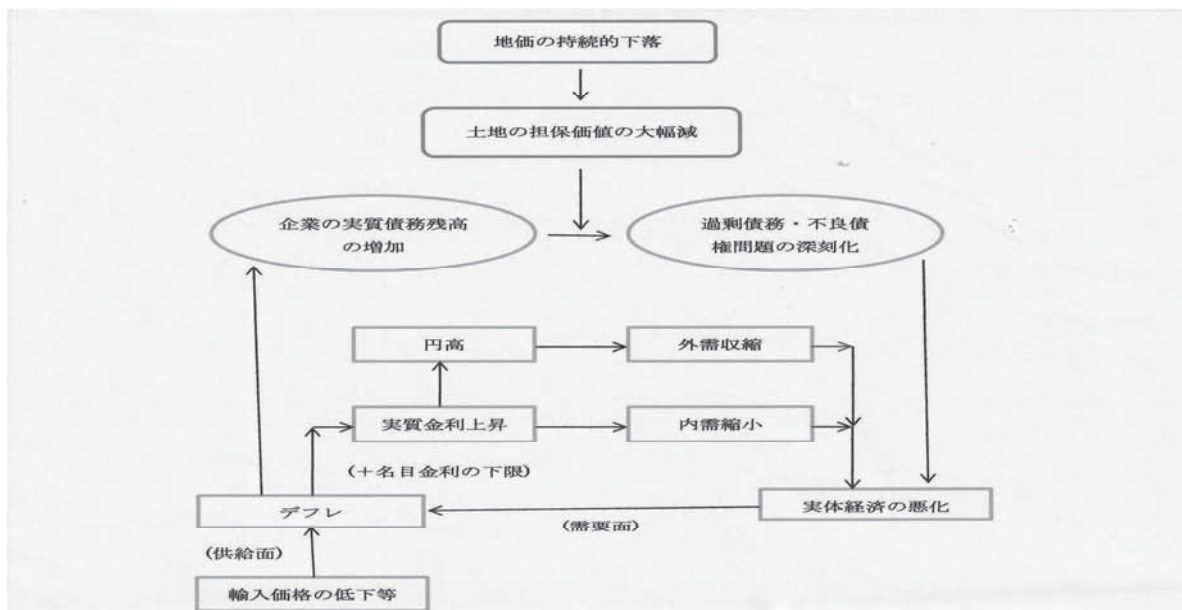
3.1 デフレの弊害：一般論

一般論として、デフレは大きく分けて二つのルートを通じて経済に悪影響を及ぼす（図3参照）。第一のルートはいわゆる債務デフレである。デフレによって売上げや利益が減っても、債務の金額は名目値で固定されているので、債務者にとっての実質的な負担は増加する。もちろん、一方に債務者がいれば、もう片方には必ず債権者がいるので、債務者とは逆に債権者はデフレによる実質債権の増大によってプラスの影響を受けることになる。しかし、これはあくまで債務者が契約通りに返済する場合の話であり、もし債務者からの返済

が滞り、やがて返済不能となれば、債権者にとっても極めて大きな損失となる。実際には、銀行などからの融資にあたっては、土地などの担保が設定されている場合が多く、この担保の価値がどう変動するかが、債権者の損失の程度を大きく左右することになる。

第二のルートは名目金利には下限が存在することによる金融政策の有効性の低下を通ずるものである。名目金利は原則的にはマイナスにはなり得ず、仮にマイナスになっても、そのマイナス幅には限度がある。そこで、デフレの下では実質金利を十分下げられず、金融政策によって投資をはじめとする内需を刺激することが困難となる。また、実質金利の高止まりは円高を招き、外需に悪影響を及ぼす可能性がある。

図3 デフレの弊害(概念図)



(出所) 筆者作成

(注) 「地価の持続的下落」から「土地の担保価値の大幅減」を通ずる経路は、常に発生するものではないが、90年代終盤から2000年代前半にかけての状況を描写する目的で付け加えている。

上記はあくまで一般論であり、実際の影響の大きさはその時々の経済環境によって大きく変わり得るものである。日本では、デフレという90年代終盤から2000年代前半にかけての苦い経験が思い起こされる。そこでまず次節では当時の状況を詳しく検証した後に、現在の状況と当時の状況との違いについてみることにする。

3.2 デフレの弊害：1990年代終盤から2000年代前半にかけての危機的状況と現状との違い

1990年代の終盤から2000年代の前半にかけて日本経済はデフレ・スパイラルに見舞われた。すなわち、デフレと実体経済の悪化とが互いに因となり果となりながら、経済が悪循環に陥ってしまった。バブル崩壊後、日本企業は多額の債務に苦しめられるようになり、この問題は90年代後半には深刻なものとなっていた。このため当時のデフレは企業の実質債務負担を重くすることを通じて、過剰債務・不良債権問題を深刻なものとし、金融仲介システムを機能不全に陥らせ、日本経済全体に大きな困難をもたらした。また、当時は地価の持続的下落が土地の担保価値の大幅低下を通じ過剰債務・不良債権問題の一層の深刻化に一役かつ

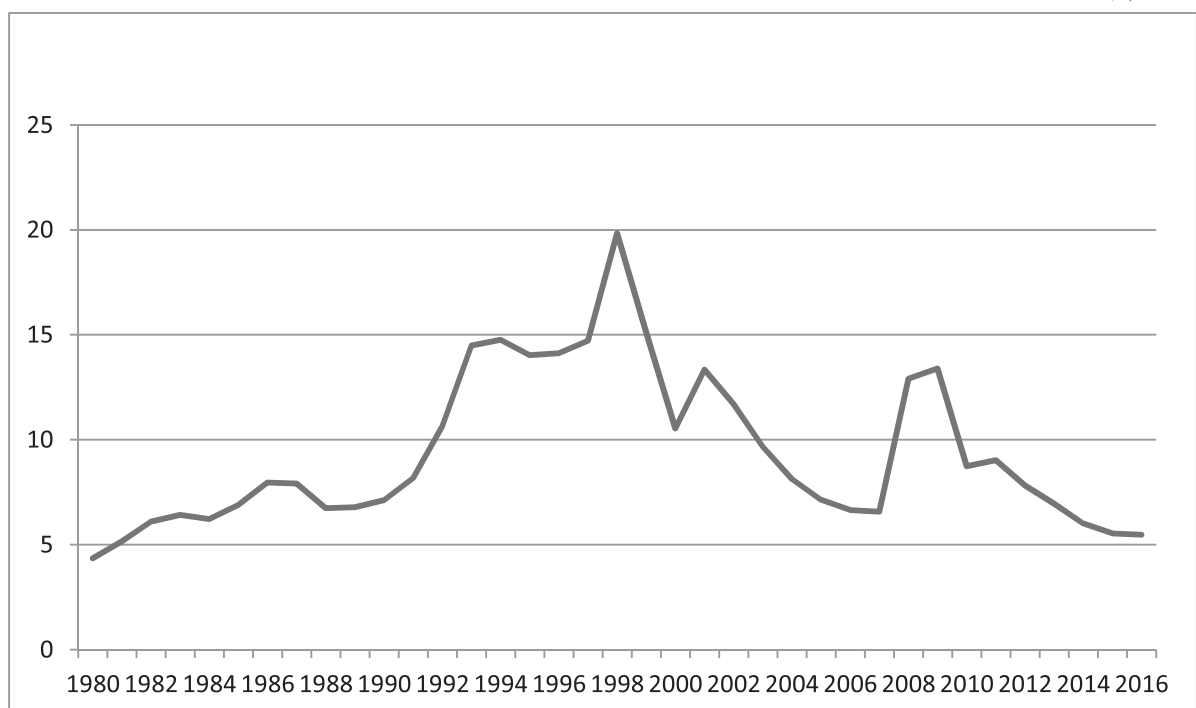
た。97年には北海道拓殖銀行が破綻し、さらに98年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行も破綻に追い込まれるなど、金融危機的状況が続いた。これに対して、現状をみると、企業の債務も銀行の不良債権も大幅に減少している。また、地価もバブル崩壊後のような大幅下落が予想される状況にはない。以下ではこれらの点について実際のデータに即してみよう。

既に述べたように、デフレで商品・サービスの価格が低下すれば、企業の売上、収益はその分減少するのに対し、債務は名目額で固定されているため、実質的な債務負担はその分重くなる。ただし、厳密に言うと、企業の所有する金融債権の価値はデフレによってその分高まるので、企業にとっての実質債務負担増をみるためには、純債務（債務－債権）の額を計算する必要がある。

図4は、法人企業統計年報を用い、1%のデフレⁱⁱⁱによる営利法人（金融・保険業を除く）の純債務（社債＋長期借入金＋短期借入金－現金・預金）の実質負担増が営業利益の何%にあたるのかをみたものである。これによれば、ピーク時の1998年には実質純債務負担増は営業利益の19.8%に相当する大きさであった。すなわち、営業利

図4 純債務/営業利益

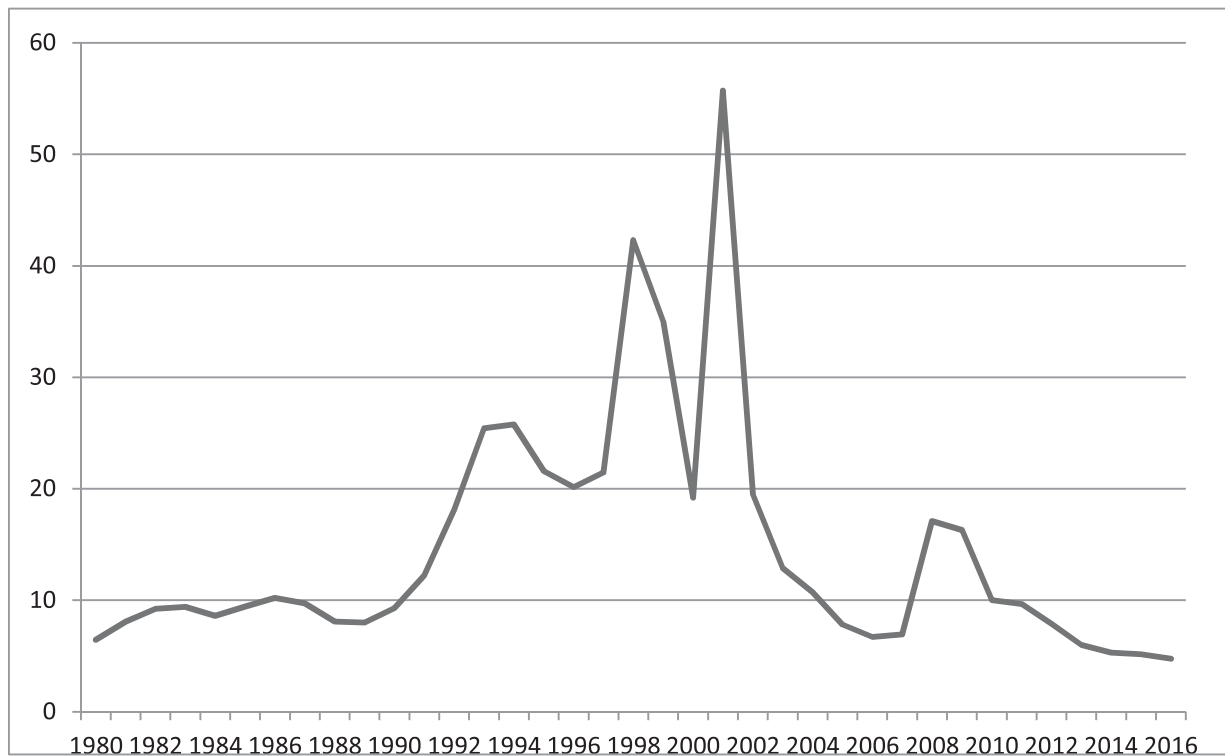
(単位: %)



(出所) 財務省「法人企業統計年報」を基に筆者作成。

図5 純債務/税引前当期純利益

(単位: %)



(出所) 財務省「法人企業統計年報」を基に筆者作成。

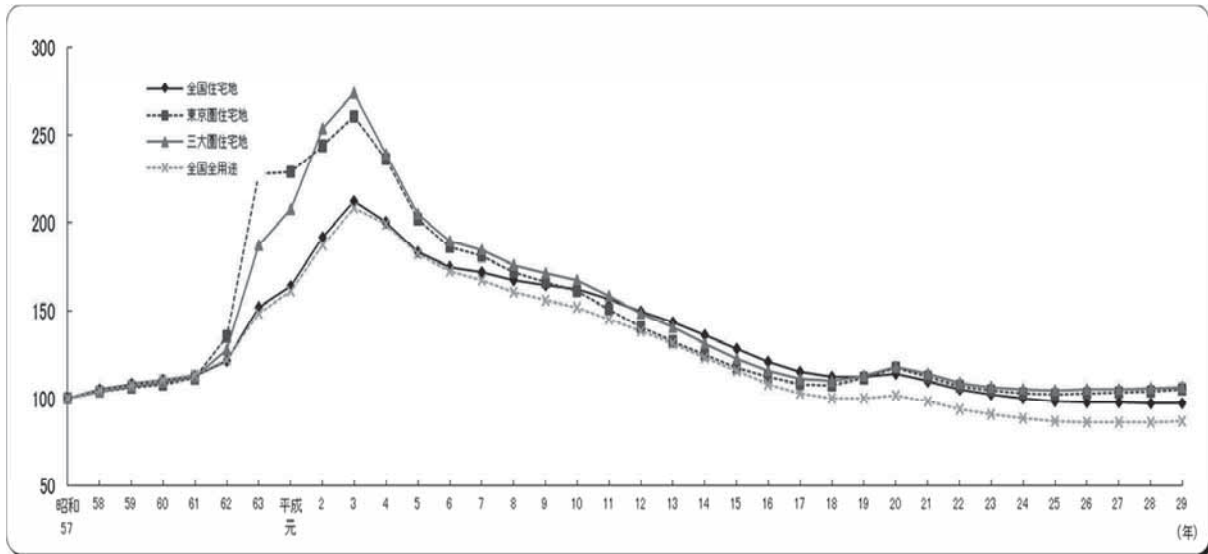
益の約五分の一がデフレによる実質純債務負担増によって失われていたことになる。これに対し、データの利用可能な最新年にあたる2016年にはこの比率は5.5%にまで低下している。デフレによる実質純債務負担増を営業利益ではなく税引前当期純利益に対する比率でみると、その変化は一層劇的であり、ピークであった2001年の55.7%から2016年には4.7%にまで低下している（図5参照）。

また、バブル崩壊後には地価が長期にわたり下落を続け、そのことが土地の担保価値の大幅下落を通じて、過剰債務・不良債権問題をより深刻なものとし、デフレと実体経済の悪化との悪循環を加速化させた（図6参照）。しかし、現状においては、地価が今後下落する可能性は十分に考えられるものの、バブル崩壊後のような大幅な下落が起こることは想定しにくい。不良債権比率はピークの2002年3月期には8.4%に達したが、2017年3月期には1.3%にまで低下している（図7参照）。

要するに、90年代終盤から2000年代前半においては債務デフレと資産価格の大幅下落とが相まっ

て、経済の長期低迷を招いたわけだが、現状においては、経済が再びデフレに陥ったとしても、その経済への悪影響はバブル崩壊後のような深刻な過剰債務・不良債権問題を伴うようなものにはならない可能性が高い。換言すれば、現時点において仮にデフレに陥ったとしても、実質債務残高の増加を通じたデフレの悪影響は当時のような深刻なものにはならないと考えられる。

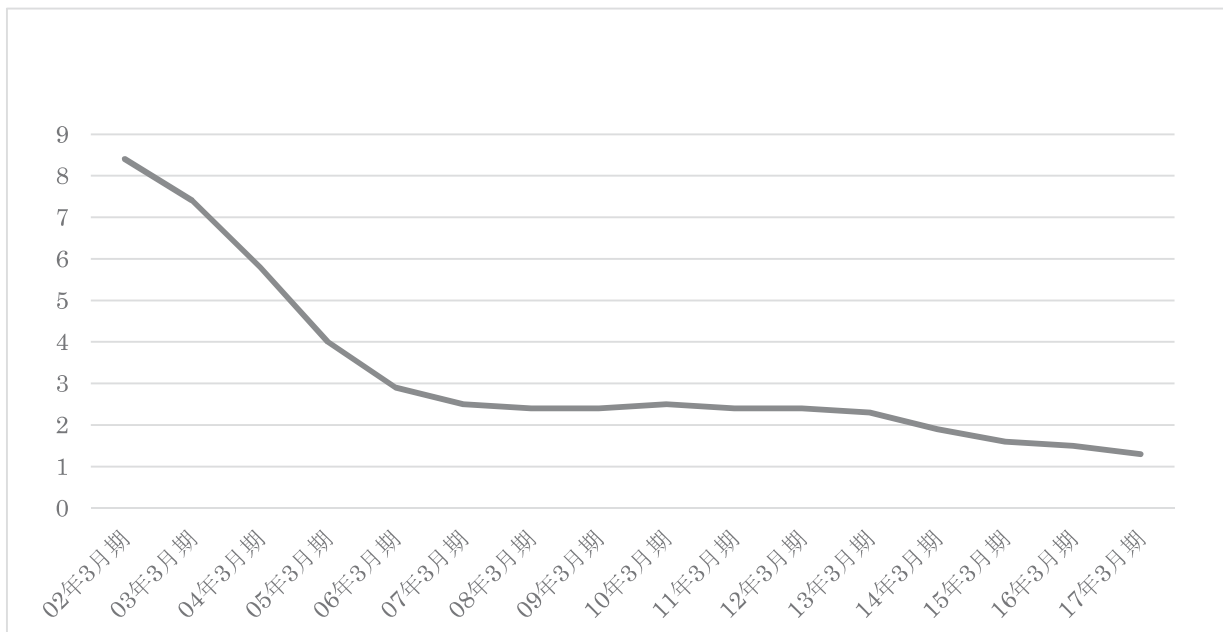
図6 公示地価の推移



(出所) 国土交通省「地価公示」
(注) 昭和57年を100としている。

図7 不良債権比率の推移

(単位: %)



(出所) 金融庁発表の金融再生法開示債権(全国銀行)を基に筆者作成。

次に、デフレが経済にもたらす悪影響の第二のルート、すなわち名目金利の下限による金融政策の有効性の低下についてみてみよう。1998年から2003年頃の日本では、デフレが大きなマイナスのアウトプット・キャップと共存していた。このような状況においては、実質金利の引下げによっ

て経済を活性化することが政策的に要請される。しかし、期待物価上昇率はマイナスか、あるいは仮にプラスであったとしても極めて低いプラスなので、名目金利を有意なマイナスにしないかぎり、実質金利を望ましい水準まで引き下げることはいできない。だが、実際には名目金利は原則マイナス

にはなり得ないので、実質金利は高止まりしてしまう。そして、このような状況が長引けば、経済への悪影響は大きくなる。

Baig (2003) はこの経済への悪影響の程度を推計している。この論文ではまず、いわゆるテイラー・ルールを用いて政策的に望ましい名目金利の水準を求め、それと実際の名目金利との差を求める。そのうえで、この差に GDP の金利弾力性を乗ずることにより、名目金利のゼロ下限による GDP への悪影響の程度を推計している。

1990年から2002年までの期間について Baig がテイラー・ルールを用いて導出した望ましい金利と実際の金利は図8に示されている。テイラー・ルールから導かれる金利は98年第2四半期以降ならしてみると△1%～△2%となっている。これに対し、実際の金利はほぼゼロ近傍のプラスの値をとっていた。この両者の差に、Baig が推計した GDP の金利弾力性0.5を乗ずることにより、名目金利のゼロ下限の悪影響は、98年第2四半期から2002年までの累計で GDP 比6%程度に達すると Baig は結論づけている。

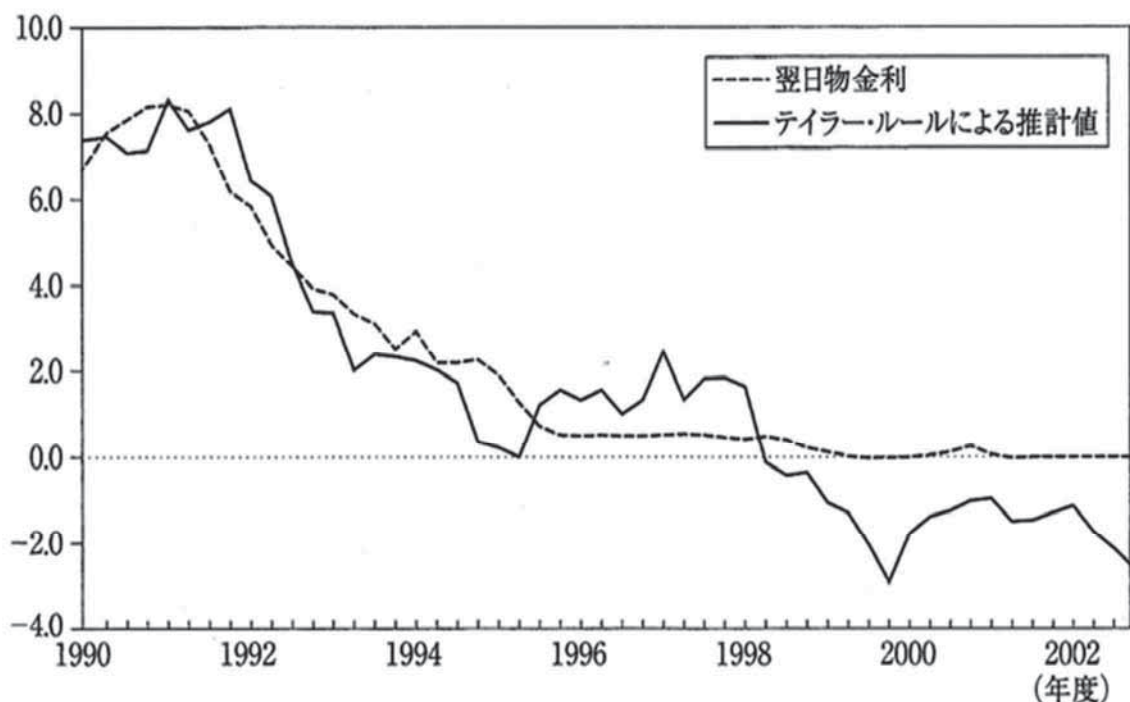
名目金利の下限による金融政策の有効性の低下という点について現状をみると、日本経済の GDP ギャップはプラスとなっており、90年代終盤から2000年代初頭にかけての状況とは大きく異なっている。

ただし、現状ではデフレによる実質金利の上昇が円高を招き、それが外需にマイナスの影響を及ぼす点が懸念されている。しかし、アメリカが金利引上げ局面に入り、ユーロ圏が量的緩和の終了局面に入っていることは、アメリカ、ユーロ圏と比べた相対的な日本の実質金利という尺度でみるとは一つの安心材料とはなろう。

以上、第一のルートと第二のルートの両方について経済への影響を検討してきたが、全体としてみると、現状でデフレに陥った場合のデメリットは、90年代終盤から2000年代前半にかけての時期ほど大きいものになるとは考えにくい。逆に、金融政策は80年代後半のようなバブル的な状況を作り出さないように十分注意しなくてはならない。政府と日本銀行の共同声明(2013年1月22日)の表現を借りるならば、「金融面での不均衡の蓄積」を生じさせないことこそ重要視されなく

図8 実際の金利と政策的に望ましい金利

(単位: %)



(出所) Baig (2003)

てはならない。この面からも、2%物価目標の深追いは避けるべきと考えられる。

4. 2%の物価安定目標の深追いが適切でないさらなる理由

そもそも2%という物価上昇率の目標水準そのものに明確な理論的根拠があるわけではない。もちろん、速水総裁時代の日銀のようにゼロ%を暗黙の目標とするのは不適切であり、デフレの弊害を考慮すれば、ゼロとは有意に異なるプラスの物価上昇率目標を掲げ、それを目指すべきである。しかし、目標を1.5%にするのか、2%が良いのか、あるいは2.5%が望ましいのかというのは程度の問題であり、理論的に唯一の正解が得られるといった類の事柄ではない。

確かに、アメリカ、ユーロ圏も2%あるいは2%弱の物価上昇率を目指しているが、実際には2013年以降これらの目標は長らく達成されていなかった。アメリカでは経済が拡大を続け、労働市場がタイトな中でも、2%の目標には届かない状態が長く続き、イエレン前FRB議長はこのような状態を“謎”と呼んでいた。それにもかかわ

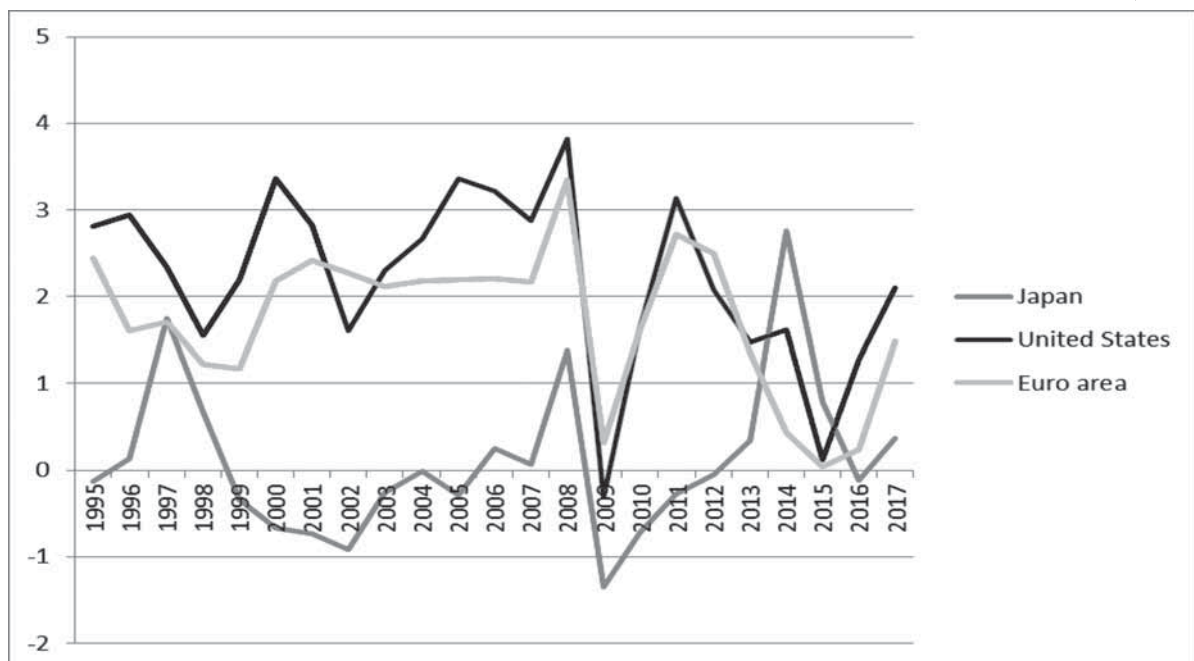
らず、アメリカは景気の拡大を背景に2015年には金利の引上げ局面に入った。アメリカのCPI上昇率が2%を安定的に上回り始めたのはようやく2017年秋になってからである。ユーロ圏ではいまだに2%弱の目標には届いていないものの、すでに量的緩和の縮小局面に入っており、2018年末には量的緩和を終了することを決めている。すなわち、アメリカ及びユーロ圏は2%ないし2%弱の目標に固執しておらず、実際の金融政策運営は日本よりはるかに柔軟である。（図9参照）

こうした中で、日本だけが、景気の拡大や一部資産価格の上昇にもかかわらず、2%の目標を深追いして、極端な金融緩和を持続・強化することは害あって益なしと言えよう。そのような観点からは、2018年4月に日銀が2%目標の達成時期を削除したことは高く評価できる。因みに、インフレーション・ターゲティングを正式に採用している国であれ、そうでない国であれ、物価安定目標達成までの時期を明示しているのは日本だけであった。

いずれにせよ、大きな犠牲を払って短期間で2%目標を達成しようとするのが適切でないこと

図9 日、米、ユーロ圏の消費者物価上昇率

(単位: %)



(出所) IMF World Economic Outlook (October 2017)を基に筆者作成。

は明らかであろう。しかも、この目標を短期で達成することは以下の理由から極めて困難と考えられる。したがって、無理を重ねてこの目標を達成しようとするれば、その弊害はますます大きなものとならざるを得ない。

- ① 日銀は黒田総裁就任時の13年4月に2%の物価安定目標を掲げ、2年以内に達成するとし、異次元の金融緩和を開始したものの、2年で達成できなかった。その後、達成時期を6回先送りし、金融緩和を強化してきたが、実際には2018年夏時点でも達成できていない。
- ② 現在の日本の景気状況をみると、需給はバブル崩壊後最もタイトと言っても過言ではない。それにもかかわらず日本のCPI上昇率は1%を下回っている。
- ③ 世界経済はリーマン・ショック後最良と言ってもよいで状況にある。しかし、そうした中でも、既に述べたように、アメリカのCPI上昇率は長らく2%に達せず、安定的に2%を上回るようになったのはようやく2017年秋になってからであった。また、ユーロ圏ではいまだに2%弱の目標に達していない。
- ④ 終戦直後を除けば、日本は戦後ほとんどの時期において欧米先進国よりも低いインフレ率を経験してきた。

このような理由から、短期的に2%目標を達成できる可能性は低いと言わざるを得ない。そうした状況の下で、目標達成のために極端な金融政策を押し進めていけば、その弊害はますます大きなものとなっていくであろう。

以上みたように、2%の物価安定目標を短期的な目標として掲げ、これを深追いすることは不適切である。だが仮にFRB、ECBが2%ないし2%弱の目標を設定している中で、日銀が2%よりも有意に低い目標に変更した場合、円高になる可能性があるという理由で、物価安定目標を2%から下方修正することが難しいとすれば、それを短期ではなく、長期的目標としてとらえ直し、それに応じて金融政策にも変更を加えていくべきであろう。

おわりに

2013年4月の異次元金融緩和開始以降の金融政策を巡る議論をみると、この政策に批判的な論者の主張は、その極端な政策の弊害や2%目標達成の困難性をその論拠にするものがほとんどであった。本論文では、それらに加え、2%を目標として掲げることのメリットが一般に想定されるよりも小さい可能性が高いことを、90年代終盤から2000年代前半のデフレ期の経済状況と現在のそれとを比べることにより示した。そこでは、極端な政策を押し進めることにより、かえって金融面での不均衡を蓄積させ、デフレに陥った場合の脆弱性を増す可能性があることも指摘した。

日本のデフレや金融政策、さらには先進国の物価動向に関しては検討を深めるべき論点は数多くある。例えば、世界的な好景気の下でなぜインフレ率が先進諸国で想定したほど高まらないのかといった点も極めて興味深い論点であるが、こうした点については今後の研究課題としたい。

参考文献

- [1] 池尾和人 [2013] 『連続講義・デフレと経済政策—アベノミクスの経済分析』 日経BP社
- [2] 竹森俊平 [2002] 『経済論戦は甦る』 東洋経済新報社
- [3] 内閣府・財務省・日本銀行 [2013] 「デフレ脱却と持続的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（共同声明）」
- [4] 日本銀行 [2000] 「『物価の安定』についての考え方」
- [5] 日本銀行 [2013] 「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」
- [6] 法専充男 [2009] 『デフレとインフレの経

済学』 日本評論社

- [7] Baig, Taimur [2003] "Understanding the Costs of Deflation in the Japanese Context," IMF Working Paper No. 03/215.

-
- i 本節における分析の基本的枠組みは法専（2009）によっている。
 - ii ユーロ圏の目標は正式には "below, but close to, 2%" であるが、本論文ではこれを「2%弱」と表記する。
 - iii 企業の実質純債務負担増に影響を与えるのは、厳密には期待物価上昇率と実際の物価上昇率との差なので、ここでは暗黙裡に企業の期待物価上昇率が0.0%であると想定していることになる。