

Monthly Economist Report

黒田日銀の成果と植田日銀の課題

2023年4月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡剛士



2023年4月9日。植田和男氏が10年間総裁を務めた黒田東彦氏の後を引き継いで第32代の日本銀行総裁に就任した。そして4月27日・28日の両日に植田新体制の下で最初の金融政策決定会合が開催された。本稿では黒田前総裁の10年間の金融政策の評価を行いつつ、植田新総裁の下での日銀の金融政策の課題について述べることにしたい。

金融政策(第1の矢)とアベノミクスの関係

黒田前総裁の10年間の金融政策の出発点は、安倍政権の経済政策(アベノミクス)にある。黒田日銀の金融政策を考える際には、①黒田日銀の金融政策がアベノミクスという政策パッケージの一環であり、安倍晋三元首相のリーダーシップなくては開始すらそもそもあり得なかったこと、そして②デフレからの完全脱却(2%の物価安定目標の達成)には金融政策・財政政策・成長政策の3本の矢が十全に成果を上げることが必要であったこと、以上の前提条件を認識しておくことが重要である。

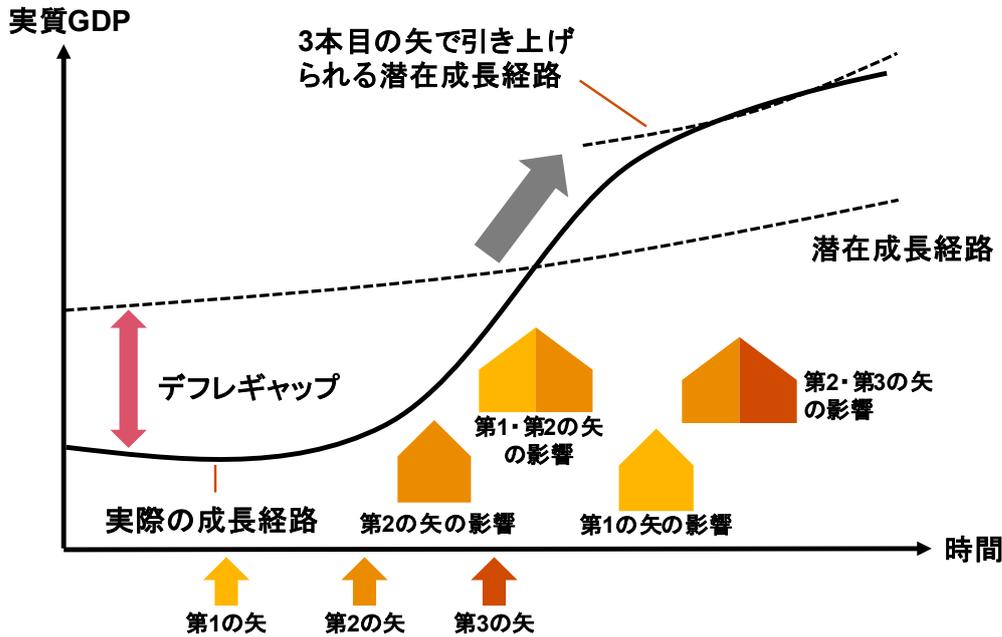
こうした認識に基づき、アベノミクスとは何かという点から話を始めよう。アベノミクスとは「大胆な」金融政策、「機動的な」財政政策、「民間投資を喚起する」成長戦略の3つからなる政策パッケージである。金融政策と財政政策は、景気変動の波を安定化させ、ケインズの言う「準好況状態」を維持し続けるための「経済安定化政策」に位置付けられる。成長戦略は、生産のために必要な資源をより効率的で無駄のない形で使用できるようにし、生産性の底上げを図るための「成長政策」である。経済政策には経済安定化政策、成長政策以外にも税や社会保障といった手段を通じて社会の公平度を高める「所得再分配政策」があるが、アベノミクスは経済安定化政策と成長政策の2つを駆使するという意味で成長に特化した政策パッケージである。

そしてアベノミクスを考える際には、金融政策、財政政策、成長戦略の3つの政策の関係を押さえておくことが必要だ。「大胆な」金融緩和政策なくして「機動的な」財政政策を行えば円高につながり財政政策の効果は減少してしまうし、「投資を喚起する」成長戦略が実を結ぶには、「大胆な」金融政策を通じて企業が予想する実質金利を低位で安定することが必要である。こうした意味で「大胆な」金融政策はアベノミクスが予定通りの効果を挙げるための必要条件である。しかし「大胆な」金融政策はアベノミクス成功のための十分条件ではない。「大胆な」金融政策が十全に機能する中で、適切な財政政策、成長戦略を行うことが肝要なのである。

金融政策(第1の矢)、財政政策(第2の矢)、成長戦略(第3の矢)はどのような形で経済に影響を及ぼしていくと考えられるのだろうか。図表1は3本の矢の関係を図示している。横軸が時間であり、縦軸が実質GDPを示す。

図では時間軸に沿って第1の矢、第2の矢、第3の矢が順番に書かれている。アベノミクス前の2012年末の日本経済は、潜在GDPが実質GDPを1.8%程度上回る状態(デフレギャップ)にあった。デフレギャップが存在する場合には第1の矢である「大胆な」金融政策・第2の矢である「機動的な」財政政策で実質GDPを増やすことで潜在GDPのレベルまで実質GDPを拡大させることが可能となる。第2の矢は即効性はあるものの、持続性には乏しい。一方で第1の矢は即効性は乏しいものの、時間が経過する中で徐々に効果を高めて持続的に日本経済に好影響を及ぼしていく。図中ではまず第2の矢の影響が働き、その後第1及び第2の矢の影響が、そして第1の矢の効果が働くとしているが、これらは以上の理解を反映している。そして第3の矢の役割は日本の潜在成長経路を引き上げることにある。デフレギャップが存在する状態では、第1の矢及び第2の矢で潜在成長率以上の成長率を達成することが可能だが、デフレから脱却することが可能となれば実質GDP成長率は潜在成長率の動きに沿った形で推移すると考えられる。第3の矢には潜在成長経路を引き上げることで実質GDPをより高い水準に導く可能性を高めることが期待されていたのである。

図表1 アベノミクス、3本の矢の関係



(出所)筆者作成。

金融政策と予想の関係

さて、金融政策を考えるにあたり重要なのが「予想」が経済に与える影響である¹。

そもそも予想が現在の経済活動に与える影響としては、将来に対する予想が現在の経済活動に作用するという側面と、過去から現在に至る経路が将来に対する予想を形成するという双方向の側面があり得る。「適合的予想(期待)」とは過去から現在に至る経路が将来に対する予想を形成するという仮説だが、「合理的(フォワードルッキングな)予想(期待)」とは「予想を形成する時点で利用可能な情報とモデルの構造に関する知識を利用して人々は予想を形成する」という仮説である。合理的予想の考え方に照らした場合に経済政策が人々の予想を変化させるためには、新たな経済政策の採用という情報が人々に広く認知され、新たな経済政策の採用という情報をもとに人々が行動する、という2つのステップが必要となる。新たな経済政策の採用という情報が人々に広く認知されるには、新たな経済政策に適切な名称やスローガンを設定することが助けになる。つまり「アベノミクス」や「異次元緩和」といった名称は「政府・日本銀行が過去とは違った政策を実行する」ということを人々に認知させ、その政策を実行することを予想した人々が行動することを支援する役割を有していたということだ。

そして政府・中央銀行による新たな経済政策の採用と人々の行動との関係は、トーマス・サージェントによって整理されている。サージェントは経済活動を「アクション」と「レジーム」に区分した。レジームとは人々の行動(アクション)を規定する政策についての基本原理の体系を指す。具体的には、法律や省令、政府・日銀によって表明された基本方針などの「ルール群」がレジームに相当する。サージェントは第一次世界大戦の敗戦国である4か国(ドイツ、ハンガリー、オーストラリア、ポーランド)で生じたハイパーインフレの成立と終焉を考察する。サージェントによれば、ハイパーインフレが終焉したのは独立した中央銀行の創設、均衡政府予算の措置、金本位制への復帰といった政策の基本方針の変更(レジーム・チェンジ)が、人々に従来の基本方針の変化を広く認知させたことが理由であった。つまりハイパーインフレの終焉は、貨幣量の急減ではなくレジーム・チェンジが主因であった。さらにピーター・テミンはサージェントの考え方を世界大恐慌からの脱却過程の分析に応用して次の結論を得ている。「大恐慌からの回復の開始は、経済状況に対して期待が大きな役割を果たすこと、そしてこれらの期待の形成に政府が重要な役割を演じることを強く示している」(Temin1989, 邦訳書 p.173)

¹ 以下の説明は、Sargent(1982)、Temin(1989)、岩田編(2004)、片岡(2013)を参考にしている。

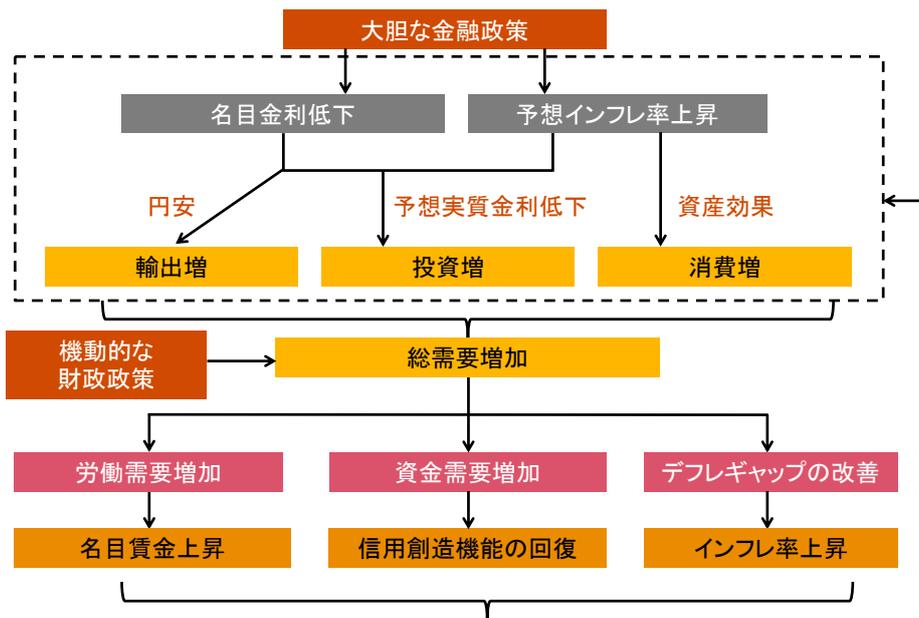
さらにサージエントの考え方を日本の昭和恐慌からの脱却過程の分析に応用したのが岩田規久男元日銀副総裁を中心とするリフレ派である。井上財政によって始まった昭和恐慌は日本経済に破滅的な影響を及ぼした。当時の政権は浜口内閣から若槻内閣をはさみ犬養内閣へと変わった。犬養内閣で大蔵大臣に就任した高橋是清は金本位制の放棄と国債の日銀引き受けによる金融緩和の実行という「2段階のレジーム・チェンジ」を行ったが、それが昭和恐慌からの脱却を可能にさせたということだ。

2012年末から量的・質的金融緩和に至る金融政策の一連の動きを跡づけると、2012年11月14日の野田首相と安倍自民党総裁(共に当時)の党首討論で衆院解散が決まり、安倍総裁は誰もが想像すらしなかった「デフレ脱却のための金融政策」を最大の争点として衆院選を戦うことになる。こうした動きが将来の大胆な金融緩和策の実現を予感させ、「2%の物価安定目標」を含む政府・日銀の共同声明(2013年1月22日)、デフレ脱却に積極的な日銀新体制の成立・始動(同3月21日)、新体制の下での量的・質的緩和策の公表・実行(同4月4日)という形で具体化していった。政府・日本銀行による2%の物価安定目標の表明に沿って日本銀行が実行した量的・質的金融緩和策の特徴は、2%の物価安定目標を達成・安定的に持続するまで金融緩和策を継続し、現在表明している緩和額で不足ならば追加緩和も辞さないと表明している点にあった。これが2%の物価安定目標の実現というレジーム・チェンジへの信認を高め、レジーム・チェンジは予想インフレ率の上昇という形で人々の行動変化を促すと考えられた。

予想インフレ率上昇が経済に影響を及ぼすメカニズム

では予想インフレ率の上昇は経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。予想インフレ率の上昇が経済を動かすメカニズムについては、まず予想実質金利を通じた経路が考えられる。予想実質金利は名目金利から予想インフレ率を差し引いた値だが、2012年当時(現在も)は名目金利が低位で推移していたため、予想実質金利を大きく低下させるには予想インフレ率の上昇が必要であった。予想実質金利が低下すれば投資が増える。また予想実質金利の低下は円安にもつながる。円安は輸出を増加させ、輸出企業や海外からの輸入財と競合する輸入競争企業の競争環境を改善させることを通じて企業利益や投資の増加をもうながす。また予想インフレ率の上昇は資産価格の上昇を促し、投資や消費を増やす。「機動的な」財政政策は政府支出増という形で総需要の増加に寄与する。こうして総需要の増加が生じると、労働需要の増加が生じて、失業率が改善し名目賃金が上昇する。またデフレギャップが改善してインフレ率の上昇につながる。さらに資本需要が増加して信用創造機能の回復にもつながっていく。失業率の改善や名目賃金上昇は雇用者所得の増加という形で消費を刺激する。信用創造機能の回復は投資の増加にもつながるだろう。そしてインフレ率の上昇は名目金利や予想インフレ率の上昇にもつながる。こうした循環が続くことで経済は回復への道を歩んでいくと想定された。

図表2 アベノミクスの波及経路

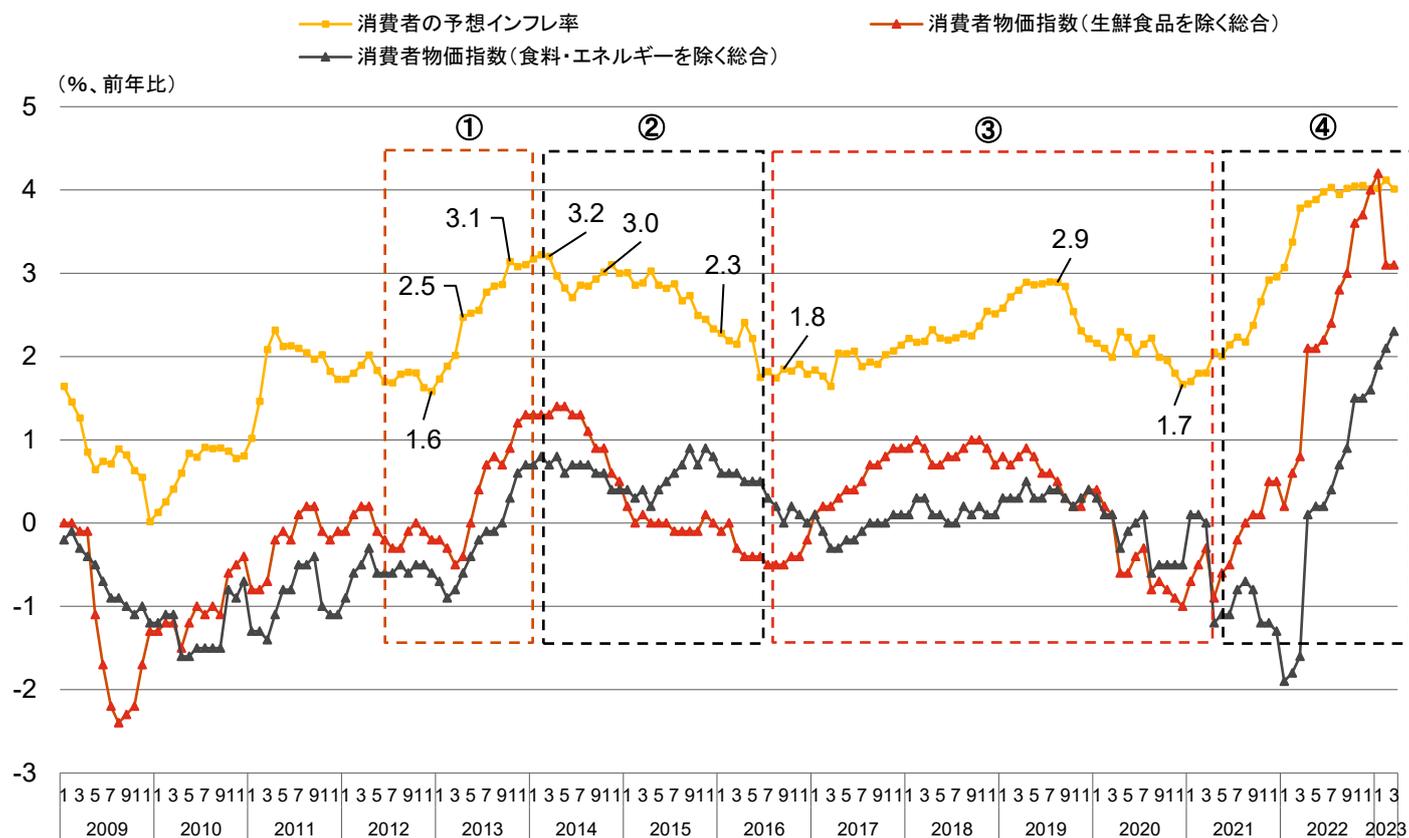


(出所)筆者作成。

黒田日銀の金融政策と予想インフレ率・物価の動き

図表2の枠組みを念頭におきながら、2013年から直近時点までの経済動向を整理しよう。まず予想インフレ率と物価についてである。図表3は消費動向調査から消費者が直面する短期の予想インフレ率と物価上昇率の推移をまとめている。

図表3 予想インフレ率(消費動向調査)と消費者物価指数前年比の推移



(注)消費者物価指数前年比は消費税増税の影響を除いている。(出所)内閣府、総務省より筆者作成。

図表では2013年以降の10年間を4つの点線で囲んで分けて示している。①の時期は第2次安倍政権が成立した2012年12月から5%から8%への消費税率引き上げが行われる2014年3月までの時期である。先に述べたとおり、この間、金融政策としては、デフレ脱却に積極的な日銀新体制の成立・始動(2013年3月21日)、新体制の下での量的・質的緩和策の公表・実行(同4月4日)が行われた。そのことが、2013年4月以降の予想インフレ率の上昇と、数か月のタイムラグを経て消費者物価指数の上昇につながった。

予想インフレ率は2012年12月の1.6%を底にして、量的・質的緩和策が行われた2013年4月には2.5%となり、その後、2013年10月に3.1%に到達して消費税率引き上げ直前の2014年3月に3.2%まで高まる。2013年10月は、同年8月の「今後の経済財政動向についての集中点検会合」²における議論を基に安倍元首相が2014年4月からの消費税率引き上げ

² 当時の議論は次のリンク先 (<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/tenken/>) に保存されている。筆者も会合に参加したが、デフレからの完全脱却がなされるまで消費税率引き上げは延期すべきという筆者の主張は残念ながら少数派であった。尚、リンク先にあるとおり、当時の日本経済は消費税増税に耐えることが可能との大多数の識者の意見は誤りであり、実際は2%の物価安定目標達成の機会を失ったことによる損失が大きかった。また20年来のデフレを完全に克服するには、金融緩和策のみでは不十分であり、財政政策の拡大、成長政策の実行が必須であった。さらに、消費税率引き上げを延期することによるデメリット(財政上の信認低下に伴う長期金利の急騰)は生じなかったことも、その後の2度の消費増税延期の経験から明らかとなった。以上の教訓は今後の増税議論においても十分に参照すべきであるし、これ以上同様の失敗を繰り返してはいけなと考える。

を表明した時期である。2013年10月以降に予想インフレ率の上昇が止まったことは、消費税率引き上げに伴う実体経済の悪化が予想として反映された可能性を示唆している。この間、消費者物価指数は予想インフレ率の上昇に伴う形で2013年6月に生鮮除く総合で前年比+0.4%に、食料・エネルギー除く総合(欧米型コア)で同年10月に同+0.3%とマイナス圏から脱却する。生鮮除く総合は2014年4月に消費税率引き上げの影響を除いたベースで前年比+1.4%まで上昇し、欧米型コアは同+0.8%まで高まった。この時期には財政政策として、2012年度補正予算として「日本経済再生に向けた緊急経済対策」(2月26日成立)、2013年度予算(5月15日成立)が決まったことも見逃せない。後でふれるとおり、予想インフレ率の上昇を起点として、財政・金融政策が株価や為替レートといった資産価格の上昇につながり、そして実体経済の改善に結びつくことで、雇用や物価にも好影響をもたらしたのである。

ところがこうした好循環は②の時期における2014年4月の消費税率引き上げを契機に反転していくことになる。まず、消費税率引き上げは消費者が直面する額面の価格を押し上げるが、消費動向調査から試算した予想インフレ率は2014年3月を境に失速する。日銀は2014年10月に追加緩和を行い、そのことで予想インフレ率は3.0%まで上昇したもののその効果は長くは続かず、2015年に入ると再び失速していく。この時期の物価をみると、生鮮除く総合、欧米型コアともに伸びが低下して、生鮮除く総合は2016年に入り物価上昇率はマイナスとなっている。これは同時期における原油価格の下落が影響している。日銀はこの時期の動向を分析して、2%の物価上昇率実現を阻害した要因として、原油価格の下落、消費税率引き上げ後の総需要の停滞、新興国経済の減速とその下での国際市場の不安定な動きといった3つの要因が実際の物価上昇率を低下させ、適格的期待形成の度合いが強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたと整理している。予想インフレ率と消費者物価指数の低下に直面して、日銀は2016年1月にマイナス金利政策の導入(マイナス金利付き量的・質的金融緩和)を行ったが、予想インフレ率は2016年1月の2.3%を上回ることではなく、生鮮除く総合の前年比はマイルドなマイナス、欧米型コアはプラスではあるものの0%台半ばで推移する。

続いて③の時期である。これは2016年9月の日銀による総括的検証(「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証)を経たYCC(イールドカーブコントロール:長短金利操作付き量的・質的金融緩和)の採用と、オーバーシュート型コミットメントの採用の2つからなる政策パッケージの採用、2019年10月からの消費税率8%から10%への引き上げ、そして2020年1月以降のCOVID-19の世界的流行と各国が採用した公衆衛生上の措置に伴う経済停滞を含む時期である。

日銀による総括的検証では、2%の物価安定目標を実現するには予想インフレ率をさらに引き上げる必要があり、その際、日本の予想インフレ率の特徴(適格的期待による予想形成の比重が高く、予想インフレ率の引き上げには時間がかかる可能性があること)を踏まえ、フォワードルッキングな期待形成を強める手段と、同時により持続性・柔軟性を備えた枠組みが必要とされた。その上で、マイナス金利政策と国債買入れを組み合わせることでイールドカーブ全般に影響を与え、それによって均衡イールドカーブとの比較で低位の実質イールドカーブを維持することで経済・物価を刺激することが決まった。**図表3**からこの間の予想インフレ率の推移をみると、2016年9月の値は1.8%であり、その後2019年8月の2.9%までじわじわと伸びを強めていく。この間、消費者物価前年比は概ね0%台のプラスを維持したが、2%の物価安定目標を達成する程の勢いはなかった。筆者は2017年7月から2022年7月までの5年間、審議委員として金融政策の決定に関わったが、以上の状況から一貫して金融緩和策をさらに強化することが必要との主張を続けた。これは、予想インフレ率を高めるための枠組みとしてYCC及びオーバーシュート型コミットメント、さらに先行きの金融政策運営に関するフォワードガイダンスが有効であるのならば、それを強めることが物価安定目標の早期達成に資することになるとの理由に基づく。もちろん、政策金利を-0.1%、10年債金利を0%近傍という形で低金利を継続するというYCCの特徴からすれば、世界各国のインフレ圧力が強まり、政府の財政支出が増えることで、名目金利に上昇圧力が加われば、そのことで低金利を維持するという緩和効果はより強く発揮されることになる。こうした意味では金融緩和の強化だけではなく財政政策をより積極的に行うことで、財政・金融政策のポリシーミックスを強めることは必要であった。ただし当時の筆者の立場からは、政府の財政政策にコミットし得る権限は当然ながらなく、忸怩たる思いであった。

こうした状況に変化が生じたのが、2021年半ば以降から2023年3月までの④の時期である。予想インフレ率は4%まで高まり、同時に生鮮除く総合は前年比+4%台、欧米型コアは同+2.3%まで上昇した。**先月の拙稿**でも述べたとおり、物価上昇の高まりの背景には確かに食料やエネルギー価格の世界的な上昇の影響も作用したが、COVID-19後のマネーの拡大、ペントアップ需要等を背景とした企業利益の拡大と名目賃金上昇、企業が予想する販売価格・仕入価格の上昇と需給のタイト化が影響したと考えられる。

そして10年間行ってきた金融緩和策が持続的な人手不足をもたらしてきたことが企業にとってのコストプッシュ圧力につながり、それが原材料価格上昇の長期化・固定化の見通しとも相まって、これまで価格転嫁に後ろ向きであった企業においても価格転嫁を持続的に行う動きが進んでいる。そしてコロナ禍における待機需要の影響も相まって、こうした企業による持続的な価格転嫁はこれまでのところ消費者には何とか許容されている模様である。デフレ下では企業による販売価格の固定化(ない

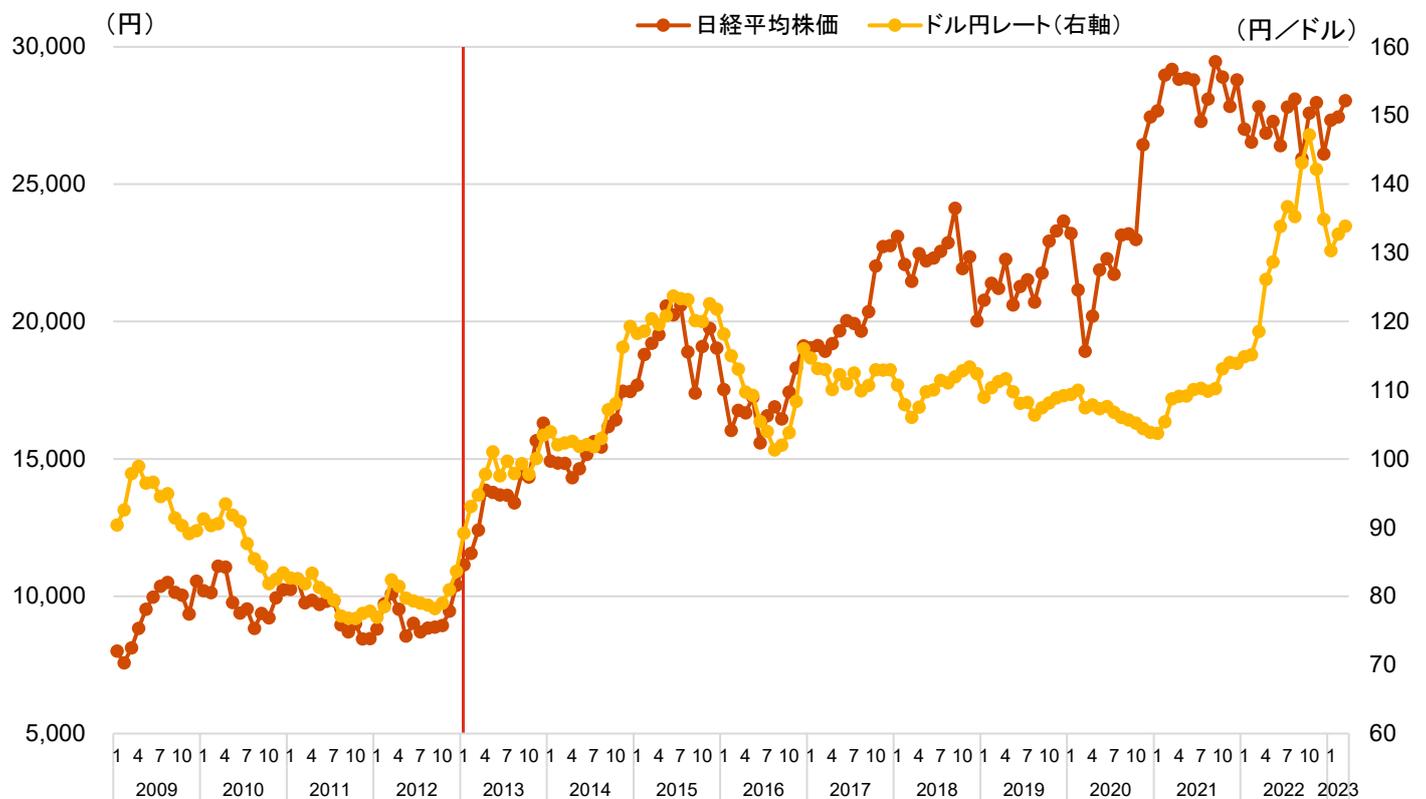
し低下)が進んだが、その中で企業は利益を獲得するために労働者の雇用や賃金を減らし、そのことが消費者の需要の低迷と更なる販売価格の固定化(ないし低下)を生み出した。こうして経済を動かすシグナルとしての価格の意味は薄れ、日本経済はダイナミズムを失ってしまった。このデフレという日本経済を縛る強固な鎖が、インフレ率の高まりが持続する中で賃金上昇につながるという形でようやく解き放たれつつあるというのが今の姿ではないか。図表2でまとめたとおり、予想インフレ率の高まりを賃金上昇に結びつけ、所得の安定的・持続的拡大を伴う形での好循環を形成することが必要なのだ。

これまで述べてきたとおり、また黒田総裁が指摘するとおり、在任10年間で人々に蔓延したデフレ期待を完全に打ち砕くのは難しかったし、黒田総裁が行った金融政策のみでデフレから完全脱却することは、アベノミクスが3つの政策パッケージを通じてデフレからの完全脱却を意図した政策であったことからわかるように、本来難しい状況ではあった。それだけ15年程続いた長期デフレから完全に脱却するのは容易ではなかったということだ。だがそうした難しさは、金融政策の一大転換がデフレからの完全脱却を達成するための必要条件であることを否定するものでは全くない。ただ、2014年4月の消費税率引き上げに関して非公式ではあったものの、「(消費税率引き上げを延期するのは)どえらいリスク」と述べたのは、日銀総裁としての矩を踰えた発言であり、また2年間でデフレからの完全脱却を不可能にしたという意味でも発言すべきではなかった。この点は批判されてしかるべきだ。

黒田日銀の金融政策の効果－資産価格、实体经济、雇用、マネー

黒田日銀の金融政策は2%の物価安定目標に足る予想インフレ率を達成するには至らなかったものの、効果を上げたのは事実である。予想インフレ率の上昇はドル円レートでみて80円/ドルを割り込む円高、日経平均でみて1万円を下回った株安を解消し、円安・株高という形で資産価格の上昇につながった。図表4のとおり、デフレではない状態を維持することで円安・株高基調は持続している。

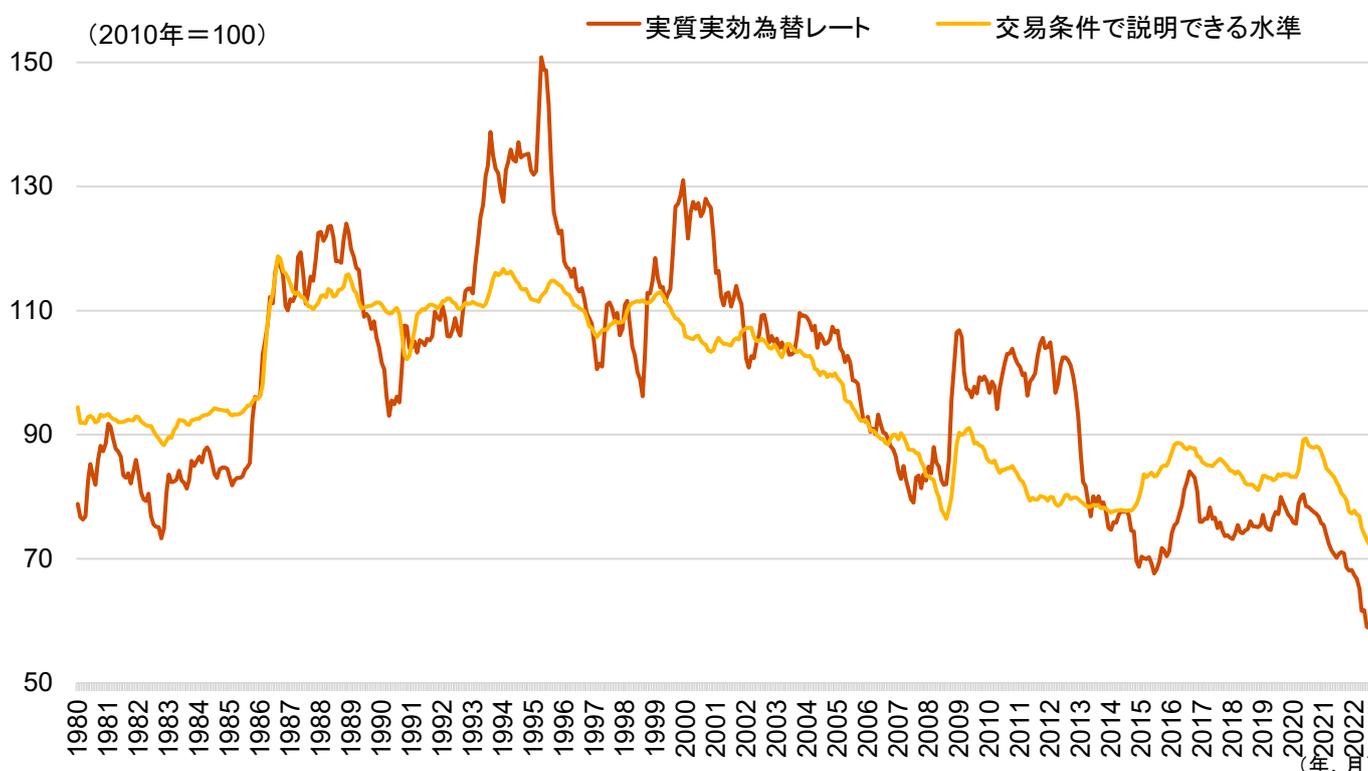
図表4 株価・為替レートの推移



(出所)日銀、市況データより筆者作成。

2013年以降進んだ円安は日本経済にとってどのような意味を持つのだろうか。岡田・浜田(2009)³の議論に従うと、日本の輸出産業の収益を外国の輸出産業の収益で除した日本の輸出産業の国際競争力(相対的な収益性)は、交易条件を実質実効為替レートで除した値に等しくなる。以上を念頭に置くと、交易条件指数の悪化(減少)を上回る実質実効為替レートの円安(減少)が進めば、日本の輸出企業の国際競争力(相対的な収益性)は改善する。図表5は実質実効為替レートの推移と、交易条件変化が実質実効為替レートをどれだけ説明しているか(交易条件の寄与)を比較している。1985年のプラザ合意前の実質実効為替レートは交易条件で説明できる水準を下回っており、この意味で日本の輸出企業の国際競争力は他国と比べて改善していた。ところが1992年10月から1996年12月、1998年10月から2001年11月、2008年1月から2013年4月までの期間は交易条件の変化を上回る深刻な円高が生じることになる。特に2008年9月以降、原油価格の急落に伴って交易条件は改善したが、実質実効為替レートの上昇(円高)は交易条件の改善では説明できないほど急激なものとなり、実質実効為替レートが交易条件で説明できる水準を上回る状態が続いた。2013年に入ると実質実効為替レートは大きく下落(円安)して、2013年5月以降は交易条件で説明できる水準を大幅に下回る形を維持している。つまり円安は2013年以降における日本の輸出企業の国際競争力(相対的な収益性)を改善させる力になったということだ。

図表5 実質実効為替レートの推移と交易条件の寄与



(注)「交易条件で説明できる水準」とは、岡田・浜田(2009)の(15)式をアップデートして再推計した結果に、(名目賃金指数/輸入物価指数)の平均値と各月の交易条件指数の値を代入して求めた値である。推計式は次のとおり。 $\text{Log}(\text{実質実効為替レート}) = 4.48 + 0.55 \times \text{Log}(\text{交易条件}) + 0.17 \times \text{Log}(\text{名目賃金指数} / \text{輸入物価指数})$ 、推計期間は1980年1月~2022年8月、自由度修正済み決定係数は0.74、パラメーターは全て1%有意である。

(出所)日本銀行、厚生労働省より筆者作成。

³ 岡田・浜田(2009)では、日本の輸出産業の国際競争力=(日本の輸出産業の収益/外国の輸出産業の収益)=(日本の円建て輸出価格/日本の消費者物価指数)/(外国の外貨建て輸出価格/外国の消費者物価指数)=...=交易条件/実質実効為替レートであることを示し、日本の実質実効為替レートの推移を交易条件で説明可能な部分とそうでない部分とに分解している。

予想インフレ率の上昇に伴う株高、円安は、実質金利の低下と相まって消費、投資、輸出に好影響を及ぼす。この間の实体经济への影響はどうだったか。図表6はアベノミクス前の10年間のGDP成長率(2002年10-12月期から2012年10-12月期まで)とアベノミクス後の10年間のGDP成長率(2012年10-12月期から2022年10-12月期まで)を比較し、その変化率をGDPの欄に、GDPを構成する各項目の寄与度を消費から在庫その他の欄に記載している。もちろん、2002年から2012年までの期間にはリーマンショックに伴う世界金融危機が生じたし、2012年から2022年の期間にはCOVID-19に伴う経済の落ち込みも生じたため直接比較は困難だが、アベノミクス後に生じた変化の特徴はよくわかる。

図表をみると、名目GDPはアベノミクス前の10年間で5.2%減少したが、アベノミクス後の10年間で12.8%上昇した。この内訳をみると、輸出、民間最終消費、政府消費、民間企業設備の順に寄与度が大きい。実質GDPはアベノミクス前の10年間で5.7%、アベノミクス後の10年間で6.1%上昇した。こちらは名目GDP程の差はないが、アベノミクス後の方がわずかに上回っている。この内訳をみると、輸出、政府消費、民間企業設備の順に寄与度が大きく、民間最終消費の寄与度はマイナスである。アベノミクス前の10年間と比べると、民間最終消費・政府消費を除くすべての項目で名目・実質ともに寄与度が大きくなっている。特に民間企業設備や輸出が拡大したことは大胆な金融緩和策の成果の1つと言えるだろう。他方で民間最終消費に関しては、名目ではアベノミクス前の10年を上回るものの、実質ではマイナスの寄与度となっている。これには消費税

図表6 GDP成長率と各項目の寄与度(アベノミクス前の10年 vs アベノミクス後の10年)

名目	(%, 寄与度)									
	GDP	民間最終消費	民間住宅投資	民間企業設備投資	政府消費	公共投資	輸出	輸入	在庫その他	
2002Q4→2012Q4	-5.2	0.2	-0.8	-0.6	1.4	-2.1	1.9	-5.2	-0.1	
2012Q4→2022Q4	12.8	5.0	0.5	4.4	4.5	1.2	11.6	-14.5	0.2	

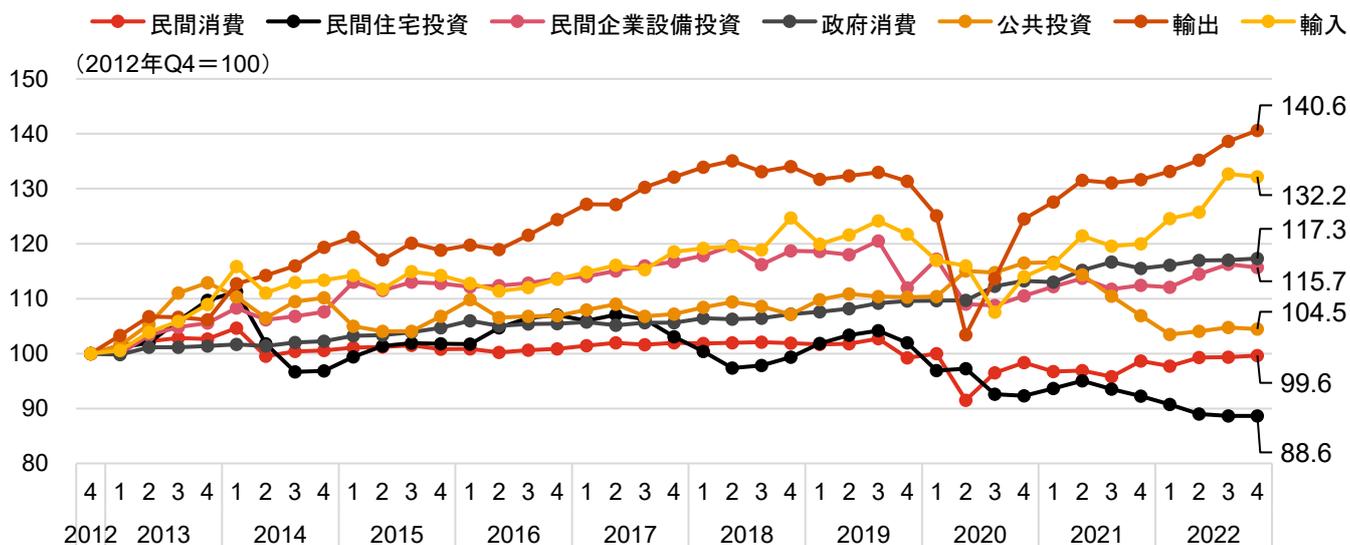
実質	(%, 寄与度)									
	GDP	民間最終消費	民間住宅投資	民間企業設備投資	政府消費	公共投資	輸出	輸入	在庫その他	
2002Q4→2012Q4	5.7	4.2	-1.0	0.7	6.2	-2.4	4.8	-3.8	-3.0	
2012Q4→2022Q4	6.1	-0.2	-0.4	2.4	3.4	0.2	6.2	-5.3	-0.2	

物価	(%, 寄与度)									
	GDP	民間最終消費	民間住宅投資	民間企業設備投資	政府消費	公共投資	輸出	輸入	在庫その他	
2002Q4→2012Q4	-10.9	-4.0	0.2	-1.3	-4.8	0.3	-3.0	-1.4	2.9	
2012Q4→2022Q4	6.7	5.2	0.9	2.0	1.1	1.0	5.4	-9.2	0.3	

(注)在庫その他は、名目の場合は民間及び公的部門の在庫の合計値、実質の場合は在庫に加え開差項を含んだ値である。輸入は逆符号で記載している。

(出所)内閣府より筆者作成。

図表7 実質需要項目の推移



(出所)内閣府より筆者作成。

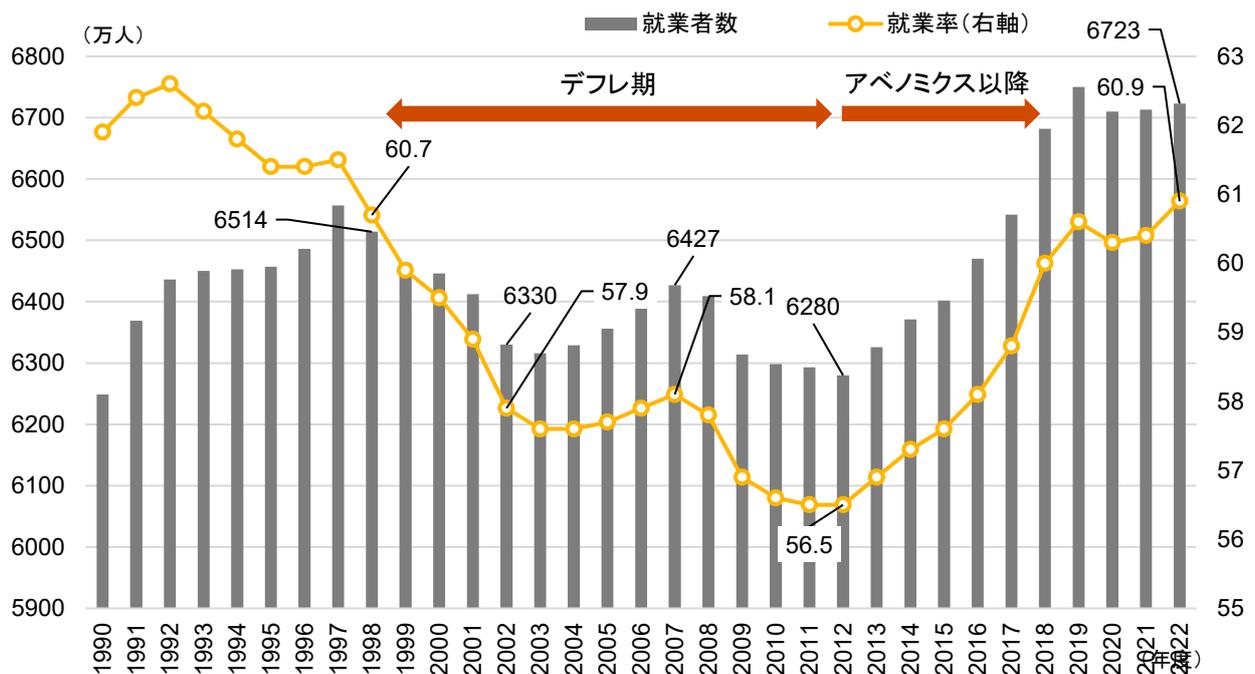
率引き上げに伴う物価を通じた影響が大きく作用している。最下段の物価の欄をみると、アベノミクス前の10年間で物価（GDPデフレーター）は10.9%下落したが、アベノミクス後の10年間は6.7%上昇した。各項目の寄与をみると、アベノミクス後のGDPデフレーターの上昇には輸出デフレーター、民間最終消費デフレーターが主に寄与した。

図表7は実質GDPの内訳である各項目の推移を2012年10-12月期の値を100とした指数の形で示している。各項目の動きをみると、民間企業設備投資や輸出、輸入はCOVID-19の影響により2019年末から2020年前半にかけての時期に大きく落ち込んではいないものの、概ね増加トレンドにあることがわかる。この中で民間最終消費と民間住宅投資が下落ないし横ばい基調にある。特に消費税率引き上げが生じた2014年4-6月期、2019年10-12月期、COVID-19の影響が作用した2020年4-6月期に民間最終消費は下落して、その後はほぼ横ばいでL字型の回復過程をたどりつつ推移し、結局10年前のアベノミクス前の水準をも下回る状況にある。GDPに占める割合が最も大きい民間最終消費がほぼ横ばいという状況であれば、名目GDPがいくら増加しても実質GDPの動きはマイルドとなってしまうのは道理である。消費税率引き上げがなければ民間最終消費の停滞は進まず、結果として実質GDPもより成長していた可能性は高いのではないかと。尚、政府消費は社会保障費の拡大に伴い一定のペースで増加する一方、公共投資は経済対策のタイミングで上下に振れながら、全体としてやや増加する形で推移している。アベノミクス前の時期と比べれば公共投資は名目・実質共に増加となったものの、その度合いは弱く、こうした点からも政府の財政政策のサポートが弱かったことが窺われる内容と言えよう。

続いて雇用への影響をみよう。図表8、図表9は先月の拙稿で示した就業者数・就業率の推移と、物価と名目賃金の関係を再掲している。図表8をみると、消費者物価指数でみてデフレが始まった1988年は15歳以上人口に占める就業者数の割合である就業率の低下と就業者数の減少がともに始まった時期であった。アベノミクス前の10年間である2002年から2012年の時期をより細かくみると、就業者数が6,330万人から6,427万人へと増加し、就業率もわずかに増えた2002年から2007年の時期と、リーマンショックから世界金融危機、円高と株安が深刻化していき、就業者数が6,280万人、就業率は56.5%まで低下した2008年から2012年までの時期に分けることができるだろう。図表にあるとおり、2013年に入り就業者数、就業率ともに改善を続け、2022年には就業者数は6,723万人、就業率はデフレに突入する前の60.7%を超えて60.9%となった。これは雇用の数で見てデフレ期からの本格回復が射程圏内に入ったことを示唆している。

そして雇用の改善は名目賃金に対しても好影響をもたらした。図表9をみると、名目賃金と物価上昇率の間には一定の関係があることが見て取れるが、雇用の改善が進んだ結果、2022年12月時点の賃金上昇率は2.3%と、欧米型コアで前年比+2%の物価上昇率達成に必要な名目賃金上昇率である3%まであとひと息の状況に到達しつつある。賃金上昇には、首相

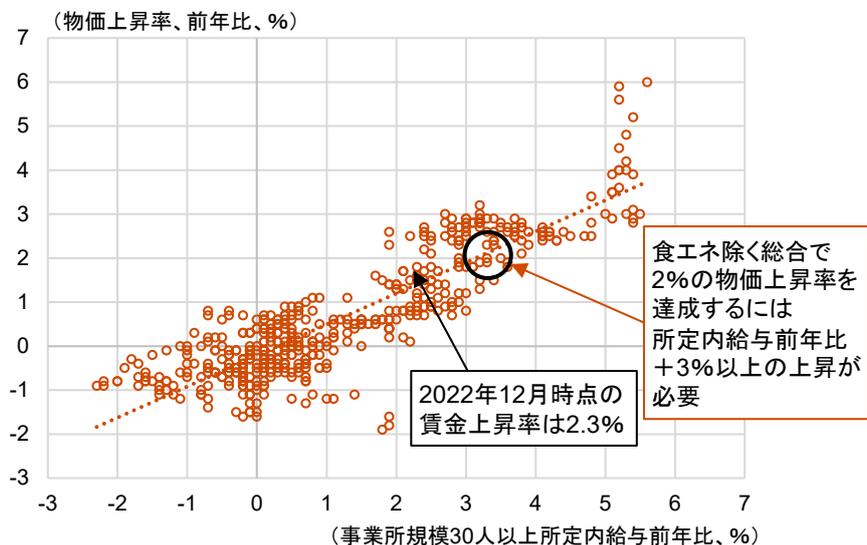
図表8 就業率・就業者数の比較



(出所)総務省より筆者作成。

自ら財界に賃上げを要請するといった行動や最低賃金の持続的な引き上げ、昨今のインフレ圧力の高まりも影響したと考えられるが、金融政策による経済の改善が雇用の逼迫を生み、そのことが賃上げの素地を作り出しているという点も影響していると言えるだろう。

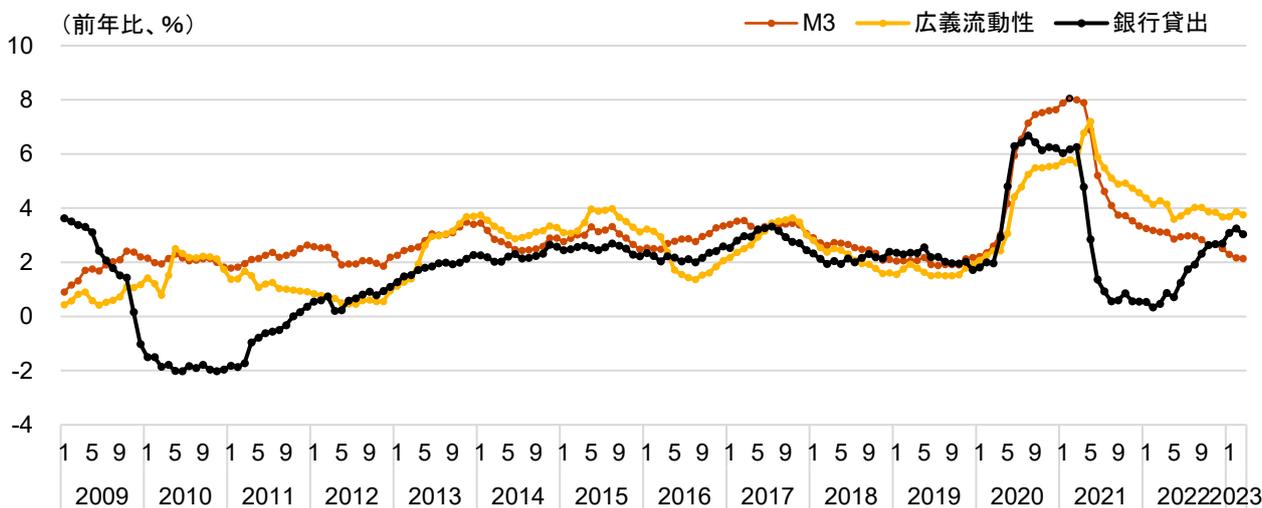
図表9 欧米型コア2%物価上昇率達成に必要な名目賃金上昇



(出所)総務省、厚生労働省より筆者作成。

最後にマネーへの影響をみよう。金融緩和策が始まる前の段階では、多くの経済学者やエコノミストが「日銀が市場にいくら

図表10 マネーストック(M3、平残)、広義流動性、銀行貸出の推移



(注)M3＝現金通貨＋預金通貨＋準通貨 CD、広義流動性＝M3＋金銭信託＋投資信託＋金融債＋銀行発行普通社債＋金融機関発行CP＋国債＋外債。銀行貸出は銀行及び信金を含む。

(出所)日本銀行より筆者作成。

お金を供給しても、マネーストック(マネーサプライ)や貸出は増えないために無駄に終わる」という指摘がなされていた。図表10はマネーストック(M3)、広義流動性、銀行貸出の前年比をみたものだが、2013年以降、マネーストック(M3)、広義流動性は概ね前年比で+2%台の伸びを維持し、銀行貸出も増加を続けている。2020年から2021年の動きは日銀が行ったコロナオペの影響もあるが、マネーは着実に動いていると言えよう。

植田日銀の課題・今後の金融政策のポイント

これまで黒田日銀の金融政策を紹介しつつ、予想インフレ率、資産価格、実体経済、マネーへの影響について整理した。

黒田日銀の金融政策は第2次安倍政権の経済政策(アベノミクス)の1つである「大胆な金融緩和策」を担う形で行われた。黒田日銀の金融政策の核となったのが、2%の物価安定目標の設定と、それを実現するための「量的・質的金融緩和策」である。これらの政策パッケージは、予想インフレ率を高め、名目金利を低下させることを通じて、実質金利(=名目金利-予想インフレ率)を低下させ、それが円安・株高といった資産価格の上昇を通じて、消費、投資、輸出に好影響を及ぼすことで総需要を刺激し、さらに雇用・賃金やマネーに影響しつつ、所得増加と両立する形で2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現することを企図して行われた。

黒田日銀の金融政策により予想インフレ率は上昇し、2013年中は物価安定目標に向けた好循環が生じたと考えられる。だが2014年4月の消費税増税以降、予想インフレ率の上昇は止まってしまう、日銀は様々な形で金融政策を修正し、緩和策を強化・維持したものの、2%の物価安定目標の達成は困難な状況にあった。こうした状況に変化が生じ始めたのが2021年以降のグローバルインフレである。インフレ率が高まった欧米諸国の中央銀行を中心に各国中銀は金融引き締め策を講じることになるが、物価安定目標を達成できていない日銀が金融緩和策を継続したことが、食料・エネルギー以外の品目にも価格上昇が広がり、2023年の春闘賃上げ率(第4回回答集計結果)は平均賃上げ率(定期昇給込み)が3.69%と30年ぶりの高さになっているように、名目賃金上昇にも着実に波及しつつある。今後は所得から支出、物価への好循環を続けていくことができるかが焦点である。

さて4月27日・28日に植田新総裁の下で初めての金融政策決定会合が開催された。会合の結果、YCC及び資産買入れ方針の維持、COVID-19に関する表記及び先行きの政策金利方針についての文言削除、レビューの実施、の3点が決まり、新たに2025年度を見通し期間に含めた政策委員の見通しが公表された。

内容について少し補足すると、YCC及び資産買入れ方針については10年物国債金利の動きも落ち着いていることもあって特段の修正の必要性はない状況であった。またCOVID-19に関する記述の削除は政府による感染症法上の位置づけ変更に伴うものであろう。そして政策金利方針に関する文言削除は、既にYCCにおける長期金利の変動幅を「±0.5%程度」と明確化しており、かつ「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。」という文言が維持されていることからしても、現在の政策を引き締め気味に修正したものでもないし、今後の政策変更の布石という考えは深読みのしすぎだろう。

レビューの実施についての公表文記載箇所を引用すると、「わが国経済がデフレに陥った1990年代後半以降、25年間という長きにわたって、「物価の安定」の実現が課題となってきた。その間、様々な金融緩和策が実施されてきた。こうした金融緩和策は、わが国の経済・物価・金融の幅広い分野と、相互に関連し、影響を及ぼしてきた。このことを踏まえ、金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした。」とある。記者会見では総裁から、レビューは日銀内部での検討に加えて、有識者からのヒアリングや研究会の開催、金融経済懇談会といった場を通じて意見を聞いて取りまとめていくとの発言や、レビューの内容がその時の金融政策に即座に結び付くわけではないとの発言もあった。多角的なレビューを行うことで、これまでの金融政策に関する日銀内部での頭の整理を行うとともに、レビューの内容・過程を示していくことで日銀が行う金融政策についての理解の浸透を企図しているのではないかと推察する。

なお過去の金融政策の評価であれば、毎回の金融政策決定会合での検討は言うに及ばず、既に2016年9月の総括的検証、2021年3月の点検という形で行っている。むしろ点検が必要なのは、こうした日銀による「検証・点検」の結果に対して批判を繰り返す一部メディアやエコノミストの方ではないかとも感じる。そして現在の政策課題に関連する話題としては、各種予想インフレ率推計結果の定期的な情報提供や、人々の予想形成と財政・金融政策の関係、家計・企業・市場関係者の予想インフレ率が2%にアンカーされる状況を把握する手法、労働市場の逼迫度合いと賃金上昇との関係、賃金上昇と物価安定の好循環やその持続性を把握する手法、といった点について分析を深めることが急務だろう。さらに出口政策を進める過程において生じる日銀財務やそれが物価に与える影響についても、時期をみてしっかりと説明・発信することが必要である。レビューが市場関係者の憶測の材料ではなく、金融政策の理解に資する流れにつながる一助となることを期待する。

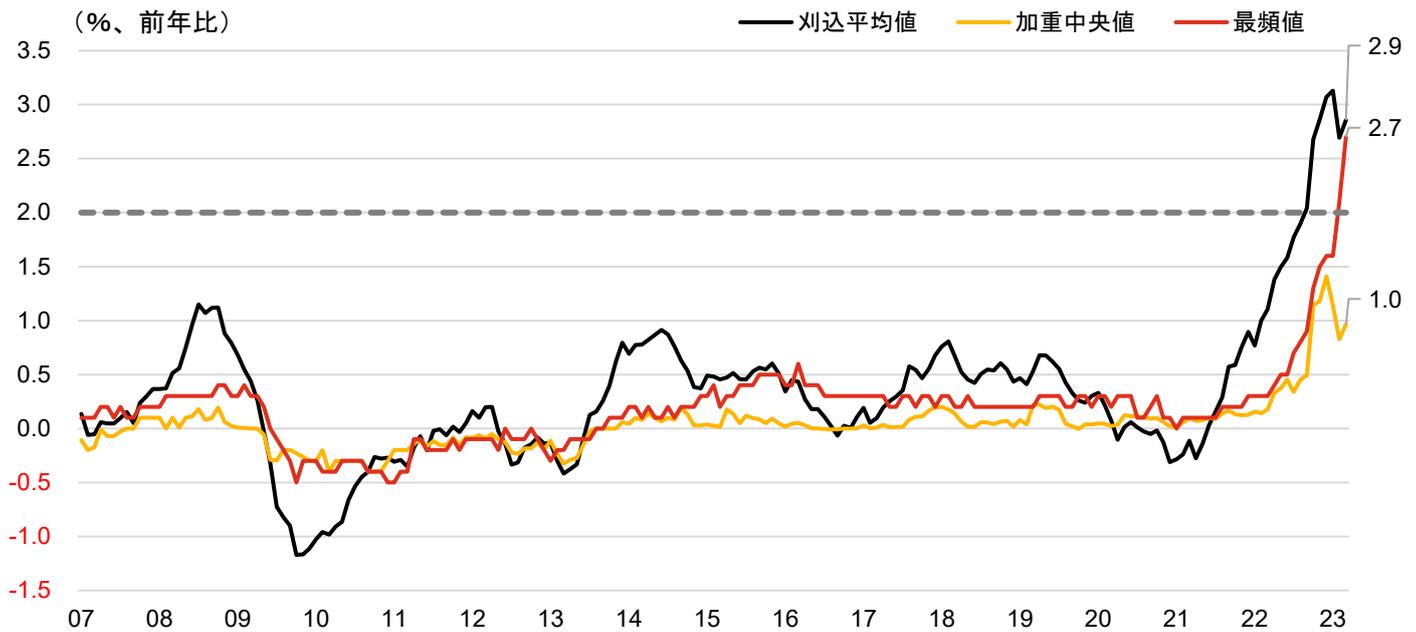
政策委員の見通しについては、2023年度の実質GDP成長率の見通し中央値は+1.4%とやや下方に、2024年度は+1.2%とほぼ変わらず、2025年度は+1.0%という結果であった。消費者物価指数の前年比についての見通し中央値は2023年度を中心に全体的に上方修正されている。こうした状況下ではなおのこと、消費者物価指数の動きのみならず、中長期的な予想インフレ率が2%の物価安定目標にしっかりアンカーされているのか、アンカーされていない場合、何が不足しているのか、物価上昇率を上下させるリスク要因は何かという点が焦点となる。これらの点についての説明・発信がより必要となるだろう。

植田新総裁の下での日銀の金融政策の課題とは何だろうか。以下では大きく2点指摘したい。

まず課題となるのは、先ほど述べたように、物価上昇が賃上げにつながり、それが総需要の拡大につながるといった、物価上昇と所得上昇が両立する状況になるという形で、2%の物価安定目標を「安定的・持続的」に達成できる状況を早期に実現することである。

図表 11 は物価の基調的変動をみるための指標である、刈込平均値、加重中央値、最頻値の推移をみたものである。これら3つの指標が全て2%を上回り、所得上昇と物価上昇が両立して持続するようになれば、2%の物価安定目標を「安定的・

図表 11 物価の基調的変動の推移



(注)直近は2023年3月。(出所)日本銀行より筆者作成。

持続的に達成できると判断できるようになるだろう。図表を見ると、3つの指標のうち刈込平均値と最頻値の2つは2%を超えているものの、加重中央値は2%を下回り、かつ最近では低下傾向にあることが見て取れる。これは、昨今の価格上昇が、消費者物価指数の中でウェイトが小さい品目に偏ってきていることを意味している。今後、価格上昇率が一部の品目に偏ることなく概ね2%超のゾーンに落ち着いてくれば、2%の物価安定目標を「安定的・持続的」に達成できるようになるであろう。当面は、欧米中央銀行が継続している利上げの負の影響を見極めつつ、インバウンド需要や国内投資回帰の影響評価に加え、名目賃金上昇と内需拡大が両立できるかどうかを慎重に判断することが求められる。そのためには今年の春闘のみならず来年の春闘においてもベースアップ分で+2%を超える賃上げの実現が必要となろう。早まった引き締め策を行うことで、海外経済の悪化も相まって再び物価上昇率が2%を下回る事態だけは避ける必要があることに留意すべきだ。

2点目の課題は、植田新総裁が黒田総裁の金融政策のレガシーをどのように継続するのかについてである。金融政策の先行きというとYCCをいつ撤廃するのか、ないしどのような出口政策を行うのかといった金融政策の手段の側面が注目されることが多い。もちろんこれらも重要であり、本件についての筆者の考えは別の形で改めて論じたいと思うが、今後の金融政策の動きを考える際には、植田新総裁が金融政策において何を重視するかがより重要となる。

渡辺努東大教授は、1998年以降の速水・福井・白川・黒田の各歴代総裁の講演原稿の中でどのようなキーワードが頻出しているのかを調べることを通じて、黒田総裁が10年間の在任期間でどのようなメッセージを発信してきたのかを検討している(渡辺(2023)、図表 12)。それによると、黒田総裁の講演では「物価」「デフレ」「賃金」「予想」といったタームが多用されていたとのことである。これはデフレからの脱却を重視し、予想に働きかけるというマクロ経済学の主流派に沿った考え方を黒田総裁が持っていたことを意味する。学者出身の植田新総裁がこうした黒田総裁の考え方をどこまで引き継ぐのか、もしくは金融システムの当事者であり、かつ日銀が行うオペレーションの相手方である金融機関の存在を重視することになるのか。この点は金

融政策を実体経済の安定を通じた国民の経済厚生拡大により重きを置くのか、金融機関の経営を安定化させる側面により重きを置くのかという話題にも関わってくる。

図表 12 総裁講演でのキーワード登場頻度トップ 10

	速水総裁		福井総裁		白川総裁		黒田総裁	
	1998～2003年		2003～08年		2008～13年		2013～23年	
1位	金融機関	14.0	物価	20.4	中央銀行	18.4	物価	39.2
2位	物価	11.2	金融機関	13.6	物価	16.1	金利	19.8
3位	景気	10.9	金融政策	11.6	金融機関	12.5	消費	16.5
4位	金利	10.8	投資	10.8	金融政策	9.8	金融緩和	13.9
5位	金融政策	10.5	景気	9.2	金利	9.7	予想	10.5
6位	投資	9.4	金利	7.9	国債	5.8	投資	9.8
7位	中央銀行	8.8	消費	6.9	生産	5.3	デフレ	9.3
8位	インフレ	7.4	家計	6.8	景気	5.3	金融政策	8.5
9位	株	5.3	収益	6.7	投資	4.9	消費者	8.3
10位	国債	4.6	中央銀行	5.1	財政	4.7	賃金	7.8

(注) 数字は講演 1 万文字当たり登場頻度(回数)を表す。

(出所) 渡辺努(2023)表 1 を転載。

日銀が所得と物価の好循環を通じて 2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成できない限り、金融機関の経営も改善されることはない。金融機関からの批判が多いマイナス金利政策をはじめとする低金利政策を一刻も早く撤廃するには、2%の物価安定目標を一刻も早く達成することが必要にある。逆説的ではあるが、名目金利が上昇する経済・金融環境を作り出すには一旦は金利を下げる、もしくは政府の財政政策を通じて経済を刺激しインフレ率を高めることが必要ということだ。

いずれにせよ植田新総裁が何を重視して金融政策運営を行うのかが、日本の積年の課題であるデフレからの完全脱却に影響を及ぼすのは確かである。アベノミクスの反省点でもある、物価安定目標達成途中での増税といった財政引き締め策を岸田政権が採用するリスクも含め、非常に重要な局面にあるのは間違いないだろう。

参考文献

- ・岩田規久男 編著(2004)『昭和恐慌の研究』東洋経済
- ・岡田靖・浜田宏一(2009)「実質為替レートと失われた 10 年」『季刊政策分析』第 4 巻第 1・2 合併号、政策分析ネットワーク
- ・片岡剛士(2013)『アベノミクスのゆくえ』、光文社新書
- ・渡辺努(2023)「日銀の歴代総裁は何を語ったのか」、『Voice』2023年5月号
- ・Temin, Peter(1989) *Lessons from the Great Depression: The Lionel Robbins Lectures for 1989*, The MIT Press, 1989 (猪木武徳等訳(1994)『大恐慌の教訓』、東洋経済新報社)
- ・Sargent, Thomas J.(1982) "The Ends of Four Big Inflations," in Robert E. Hall, ed., *Inflation: Causes and Effects*, Chicago: University of Chicago Press. Reprinted in Thomas J. Sargent, *Rational Expectations and Inflation*, Harper and Row, 1986 (国府田桂一・鹿野嘉昭・榊原健一訳『合理的期待とインフレーション』東洋経済新報社、1988年、第三章所収)。

まとめ

本稿では、黒田日銀の成果と植田日銀の課題と題して、過去10年間の金融政策の効果と課題について論じた。

黒田日銀の金融政策は第2次安倍政権の経済政策(アベノミクス)の1つである「大胆な金融緩和策」を担う形で行われた。黒田日銀の金融政策の核となったのが、2%の物価安定目標の設定と、それを実現するための「量的・質的金融緩和策」である。これらの政策パッケージは、予想インフレ率を高め、名目金利を低下させることを通じて、実質金利(=名目金利-予想インフレ率)を低下させ、それが円安・株高といった資産価格の上昇を通じて、消費、投資、輸出に好影響を及ぼすことで総需要を刺激し、さらに雇用・賃金やマネーに影響しつつ、所得増加と両立する形で2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現することを企図して行われた。

予想インフレ率は上昇し、2013年中は物価安定目標に向けた好循環が生じたと考えられる。だが2014年4月の消費税増税以降、予想インフレ率の上昇は止まってしまい、日銀は様々な形で金融政策を修正し、緩和策を強化・維持したものの、2%の物価安定目標の達成は困難な状況にあった。黒田総裁の在任期間中に目標達成はならなかったが、資産価格、实体经济、雇用、マネーに金融政策は着実に影響を及ぼした。

物価をとりまく状況に変化が生じ始めたのが2021年以降のグローバルインフレである。インフレ率が高まった欧米諸国の中央銀行を中心に各国中銀は金融引き締め策を講じることになるが、物価安定目標を達成できていない日銀が金融緩和策を継続したことが、食料・エネルギー以外の品目にも価格上昇が広がり、2023年の春闘賃上げ率(第4回回答集計結果)は平均賃上げ率(定期昇給込み)が3.69%と30年ぶりの高さになっているように、名目賃金上昇にも着実に波及しつつある。今後は所得から支出、物価への好循環を続けていくことができるかが焦点である。

植田日銀の当面の課題は2つある。1つ目の課題は、所得と物価の好循環を通じた形で物価安定目標を早期達成することである。当面は、欧米中央銀行が継続している利上げの負の影響を見極めつつ、インバウンド需要や国内投資回帰の動きに加え、名目賃金上昇と内需拡大が両立できるかどうかを慎重に判断することが求められる。そのためには今年の春闘のみならず来年の春闘においてもベースアップ分で+2%を超える賃上げの実現が必要となろう。早まった引き締め策を行うことで、海外経済の悪化も相まって再び物価上昇率が2%を下回る事態だけは避ける必要があることに留意すべきだ。

2点目の課題は、植田新総裁が黒田総裁の金融政策のレガシーをどのように継続するのかについてである。黒田総裁はデフレからの脱却を重視し、予想に働きかけるというマクロ経済学の主流派に沿った考え方を持っていた。学者出身の植田新総裁がこうした黒田総裁の考え方をどこまで引き継ぐのか、もしくは金融システムの当事者であり、かつ日銀が行うオペレーションの相手方である金融機関の存在を重視することになるのか。この点は金融政策を実体経済の安定を通じた国民の経済厚生の拡大により重きを置くのか、金融機関の経営を安定化させる側面により重きを置くのかという話題にも関わってくる。今後の植田新総裁の行動・発言に要注目である。

4月27日・28日に植田新総裁の下で初めての金融政策決定会合が開催された。具体的にはYCC及び資産買入れ方針の維持、COVID-19に関する言及や先行きの政策金利方針についての文言削除、これまでの金融政策に関するレビューの実施、の3点が決まり、新たに2025年度を見通し期間に含めた政策委員の経済・金融見通しが公表された。レビューが市場関係者の憶測の材料ではなく、金融政策の理解に資する流れにつながっていくことを期待したい。

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.