

---

---

Quarterly "Urbanization" 2018 vol.4

---

---

## 季刊「都市化」2018 vol.4

---

---

### 「デフレからの脱却」

公益財団法人 都市化研究公室理事長 光多長温

2019年3月

公益財団法人 都市化研究公室

Research Institute of Urbanization

本レポートは原則として発表時における情報に基づき作成されております。  
内容についての問い合わせは、当財団事務局までお願いします。

---

---

## デフレからの脱却

2019年3月

公益財団法人都市化研究公室理事長 光多長温

## 目次

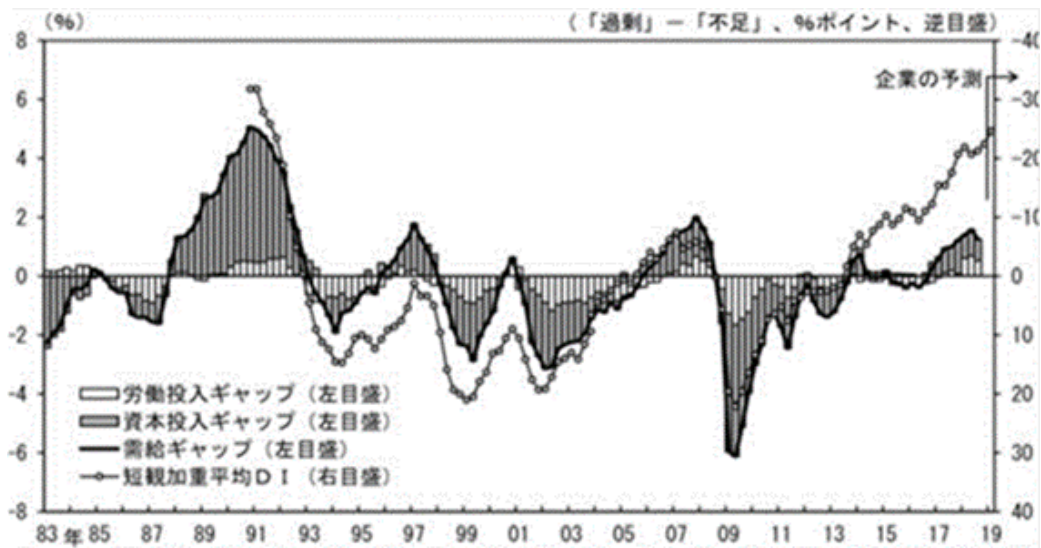
1. 現状 .....	1
2. 金融政策の推移—岩田「日銀日記」に見るデフレからの脱却 .....	4
3. デフレからの脱却 .....	12

## 1. 現状

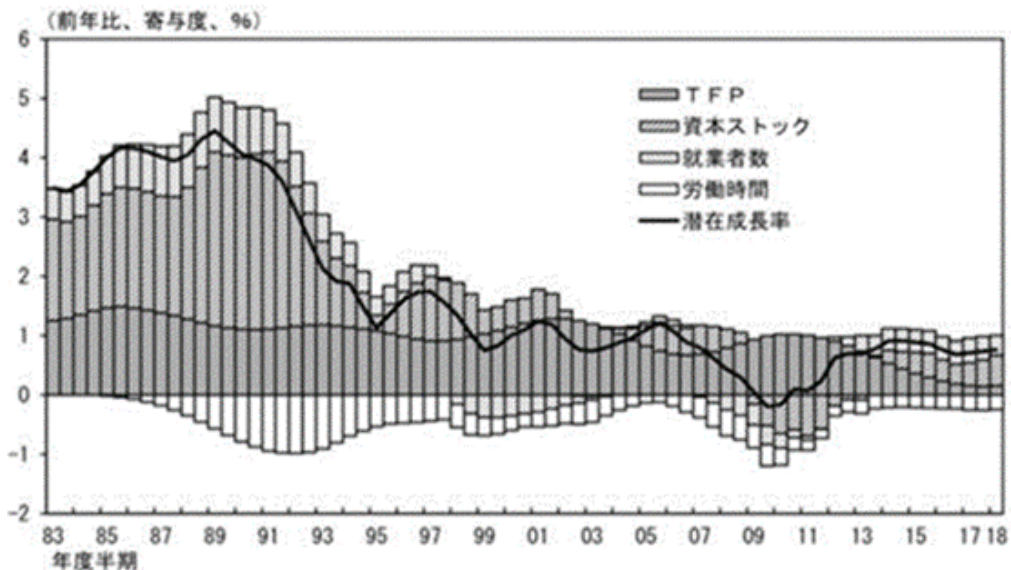
経済の現状をまとめてみる。

- ・ GDP 実質成長率は、2017年1.9%、2018年0.7%で中国経済の成長率鈍化等によりやや減速気味で、戦後最長の景気回復期が終わったのかどうかとの議論がなされている。特に、GDPの最大構成要素である民間最終消費支出が2017年1.1%、2018年0.4%とやや失速気味なのが気になるところである。
- ・ 需給ギャップは、2009年を底に、改善しつつあり、2018年以降はむしろ「過剰」気味となっている。他方、潜在成長率は、1%レベルで推移している。この中で、資本ストックによる潜在成長率押し上げ効果はあるが、特にTFP(Total Factor Productivity)の低下が目立つ。アベノミクスの効果がまだ出ていないということであろうか。後述するが、大きな課題である。
- ・ 雇用情勢は引き続き改善している。即ち、完全失業率は、2017年2.8%、2018年2.4%と人手不足感が続いている。有効求人倍率も、2017年1.50、2018年1.61と極めて高い水準となっている。就業者数も2018年12月で6,668万人と高水準を続けている。現金給与総額も2017年から2018年にかけて上昇している。今年の春闘の賃上げ率は昨年ほどではないものの、引き続き上昇基調にある。
- ・ 企業収益は、引き続き高い水準にあるものの、中国経済減速の影響もあり、やや足踏み状態にある。
- ・ 為替は、円/ドルで、2016年度の100円を底に円安基調となっており、110円前後で推移している。金利は、アメリカの金利はやや上昇傾向(長期金利:2016年1.6%⇒2018年2.8%前後)であるが、政府の圧力もあり、やや一服している、日本の国債金利(長期)はほぼ0%近辺となっており低金利状態が継続している。
- ・ 国債利回りは、日銀の超金融緩和政策の影響もあり超低金利状態となっており、

2年債、5年債ともにマイナス状態、10年債もほぼゼロとなっている。貸出金利も低下傾向を続けており、長期で0.8%程度、短期で0.6%程度となっている。民間銀行貸出残高は、前期比2%前後で推移しているが、この中で不動産融資、特にアパートローンが増加しており<sup>1</sup>、企業の設備投資向けの融資は低迷している。



(2) 潜在成長率



(注) 1. 需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。  
 2. 短観加重平均DI (全産業全規模) は、生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省

・問題の物価であるが、消費者物価は2014年以降、やや上昇傾向にあり、2015

<sup>1</sup> これは、別途の大きな問題をはらんでいる。

年にマイナスを脱して以降1%前後で推移している。生鮮食品及びエネルギーを除くコアコアCPIは、1%未満で推移している。特に、コアコアCPIは2018年10月以降、寧ろ緩やかに低下乃至は横ばいとなっている。新聞によると、総務省発表の2018年の消費者物価指数は、価格変動が大きい生鮮食品を除く指数が前年比0.9%と、日銀が目指す2%上昇目標の達成は見通せていない。また、2018年12月の生鮮食品を除く物価指数は前年同月比で0.7%と更に悲観的となっている。このため、日銀は、19年度の物価（生鮮食品、消費増税影響を除く）見通しを1.4%としていたが1%前後まで引き下げる可能性がある」と報じられている。

これらから見ると、経済状態は、(欲を言えばきりが無いが)特に、雇用情勢を始め、それほど悪いものではないといえよう。では、日銀が言う「物価2%<sup>2)</sup>」の経済とはいかなる経済状態をいうのであろうか。先ず、現在の経済状態に関して、注目すべきは次の点であろう。

第一に、GDP成長率は、最近の中国経済の低成長化への動きにより、減速してはいるものの(これは、ある面、不可抗力である)一定の成長率を実現している。少なくとも、現、潜在成長率程度の水準を実現している。

第二に、雇用情勢は、失業率、有効求人倍率等から見て、極めてタイトな状況となっている。人手不足は深刻で、単純労働を含む外国人労働者の受け入れを拡大する出入国管理法改正案が議決され外国人労働者を受け入れる政策へと向かっている。厳しい雇用情勢を背景に、外国人労働者の(一定人数)入国を認めようとするものである。

第三に、その中で、依然として物価の上昇は認められない。物価は、2014年以降、やや上昇傾向にあり、2015年にはマイナスを脱してそれ以降1%前後で推移している。しかし、コアコアCPIは、1%未満で推移し、2018年10月以降、寧ろ緩やかに低下乃至横ばいとなっている。特に、注目すべきは、物価の構成要素の中で情報通信関連が足を引っ張っていることである。即ち、従来高かった携帯電話等の情報通信関連の価格引き下げが物価を押し下げている。これは構造的問題であり、物価計算から除外して考えるべきことかも知れない。

金融緩和の効果として、円安(これも限定的であり、かつ国際経済情勢もあり必ずしも金融緩和の効果として直ちに出てくるものではない)と金利低下が挙げられる。この二つの要因は基本的には物価上昇効果を有する。しかし、為替相場は国際

---

<sup>2)</sup>物価目標2%論の論拠に関しては、光多「アベノミクス理論に関する経済学的論点」都市化研究公室「都市化」2014年12月、Vol.1を参照。

経済情勢による要因が強く影響するものであり、また相対的なものである。更に、金利低下は、それが銀行貸出増に結び付けば経済振興、物価上昇に結びつくが、銀行貸出は実物経済状況に強く影響される。特に、国内で工場建設、企業設備投資が起これば効果があるが、現在の状況は不動産関連融資が増加しており、様々なマイナスの影響を起こしている。これら要因を含め、銀行経営へのマイナスの効果が著しい。

## 2. 金融政策の推移—岩田「日銀日記」に見るデフレからの脱却

2018年3月退任した岩田規久男前日銀副総裁（以下、岩田という）は、退任後、「日銀日記」を出版した。日銀副総裁就任時に、東洋経済新報社からこの間の経緯を出版するよう要請されていたこともあり、その時々的事实や議論を率直かつ丁寧に描き出している。前々アメリカ連銀総裁のベン・バーナンキの「危機と決断」（上下）と比較して読むとこの間の経緯と日銀の政策決定のシステムが比較的理解できるので興味深い。

この岩田著「日銀日記」からその時々議論を垣間見てみよう。

### ① 金融政策の推移

岩田の論を見る前に、先ず、デフレからの脱却を政策目標に掲げて、量的質的金融緩和（Quantitative and Qualitative Easing : QQE）が始まった2013年4月からの動きを振り返ってみよう。

(1) 2012年12月：第2次安倍内閣発足

(2) 2013年3月：黒田総裁、岩田・中曾副総裁就任

(3) 2013年4月：量的質的金融緩和（QQE）導入。

- ・操作目標を短期金利（コールレート）からマネタリーベースに変更。
- ・マネタリーベースの拡大ペースを年間約 60～70 兆円とする。
- ・長期国債の残高増加ペースを年間約 50 兆円、平均残存期間を 7 年程度にする。
- ・ETF の買入額を年間約 1 兆円、J-REIT の買入額を年間約 300 億円にする。

(4) 2014年10月：量的・質的金融緩和の拡大（追加緩和）

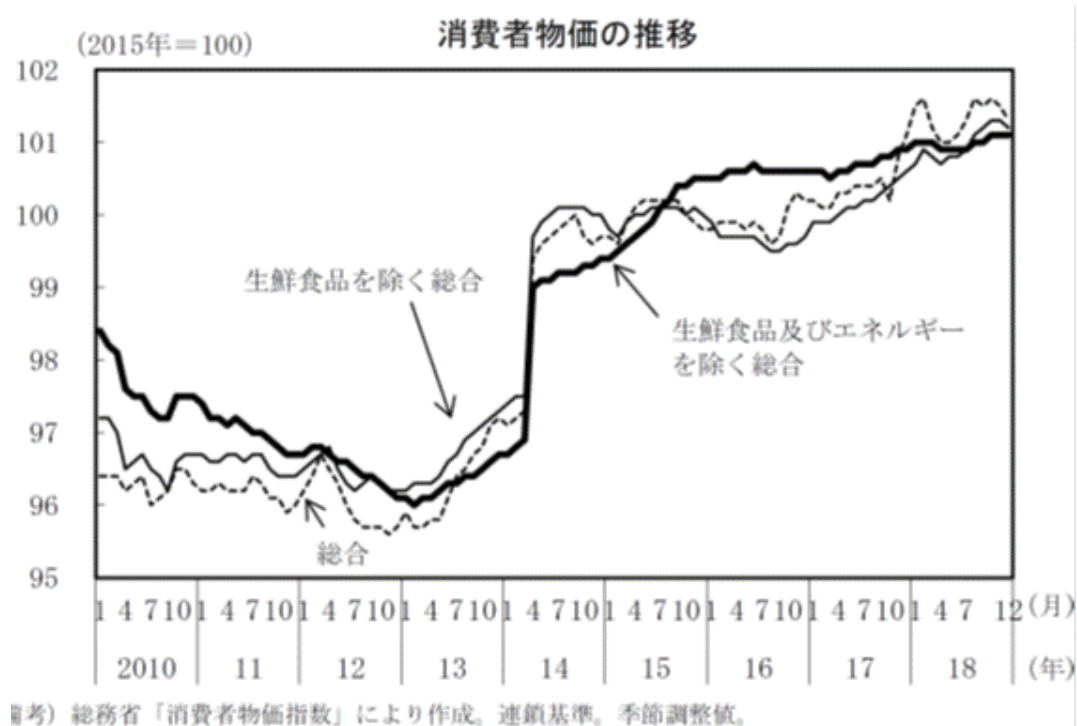
- ・マネタリーベースの拡大ペースを年間約 80 兆円にする。
- ・長期国債の残高増加ペースを年間約 80 兆円、平均残存期間を 7～10 年程度にする。
- ・ETF の買入額を年間約 3 兆円、J-REIT の買入額を年間約 900 億円にする。

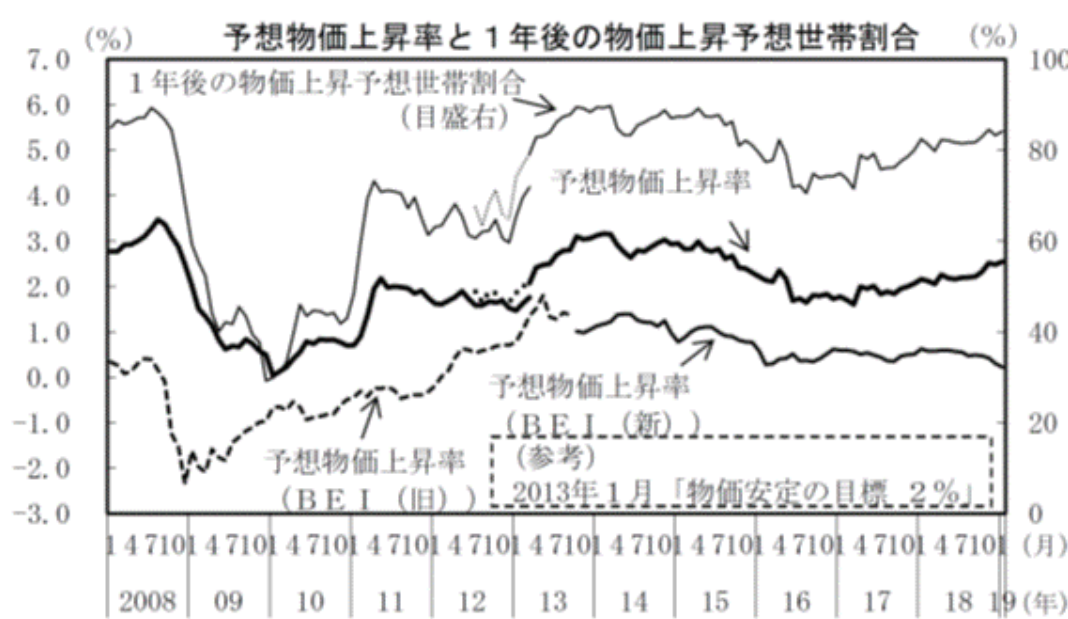
- (5) 2016年1月：マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入
  - ・日本銀行当座預金の一部にマイナス0.1%の付利
- (6) 2016年9月：長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和の導入
  - ・短期政策金利：日本銀行当座預金の一部にマイナス0.1%の付利
  - ・長期金利操作目標：10年物国債金利がおおむね0%程度で推移
  - ・物価目標達成までマネタリーベース拡大方針継続（オーバーシュート型コミットメント）
  - ・長期国債の残高増加ペース目標を「めど」に格下げ、平均残存期間の定めを廃止
- (7) 2018年3月：岩田・中曾副総裁退任。雨宮・若田部副総裁就任

2019年1月の日銀バランスシートは556兆円、同マネタリーベースは499兆円となっており、その伸び率はやや鈍化しているものの、依然大きな伸び率を示しているが、未だに異次元緩和の出口が見えない状態が続いている。

② 異次元金融緩和のステージ

岩田は「量的・質的金融緩和」のフェーズを四つに分けて振り返る。以下の消費者物価の動きと引き比べながら、見ると分かりやすい。





第一フェーズは、2013年4月4日（「量的・質的金融緩和」実施開始日）から2014年4月1日の消費税増税前までで、この時期は「量的・質的金融緩和」の想定通り、インフレ率と予想インフレ率がともに上昇し、金融政策が最もうまくいった時期とする。

第二フェーズは、2014年4月の消費税増税と同年夏以降の原油価格の急落で生鮮食品を除く総合消費者物価上昇率（コアCPI）と、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価上昇率（コアコアCPI）がともに低下した時期とする。

第三フェーズは、第二フェーズで、インフレ率と予想インフレ率が低下する中で、2014年10月末に「量的・質的金融緩和」を拡大したところ、しばらくしてコアコアCPIが上昇に転じ、予想インフレ率も徐々に上昇に転じた時期とする。

第四フェーズは、2016年になってから、中国経済の減速がはっきりし、原油価格が下げ止まらず、中国を除く新興国の経済もかなり減速し、さらに追い打ちをかけるように、6月末に、イギリスのEU離脱派が勝利した時期である。更に、アメリカの年内利上げの可能性が大きく低下したため、年初来、リスク・オフになっていた投資家が一層リスク・オフになり、円高・株安が進み、2017年度中の2%達成がほぼ不可能になった時期とする。

ステージの分け方はほぼグラフのコアコアCPIと一致しているし頷ける。しかし、特に第二フェーズのところについては、議論があるところであろう。

岩田は、第一フェーズの金融政策が比較的効果を発揮したものの、2014年4月の消費税増税により、金融政策の腰が折られたとする。そして、リフレ・レジームは、「財政再建の手段として選択された消費税増税によって毀損されたのだから、それ

をもう一度再構築するためには、金融政策ではなく、財政再建の手段が変わらなければならない。」とする。しかし、消費増税は、以前から予定されていたものであり<sup>3</sup>、これを前提に金融政策が取られたと考えるべきではないだろうか。消費増税が再延期されることを前提に金融政策が取られていたのであるだろうか。また、消費増税の実施によって、金融政策の効果がなくなることの金融理論的な説明は今一つ理解しがたい感がする。他方、これで黒田総裁への信頼感が薄れた面は否めないであろう。黒田総裁に対して、「やはり財務省 DNA だ」とする言はそれを物語っていると言えるのではないだろうか<sup>4</sup>。

### ③ 金融政策の効果

#### (1) 消費増税と物価

2014年4月の消費増税とその後で、金融政策の効果について意見が異なってくる。即ち、「量的・質的金融緩和は当初、レジーム・チェンジ効果が発揮されて、名目金利が大きく低下しただけでなく、予想インフレ率も上昇し、その結果、予想実質金利は大幅に低下した。しかし、消費増税後は、財政政策の協力なしに、これ以上国債を買ってマネタリーベースを増やしても、予想インフレ率は上がらないかもしれない。」とする。そして、この段階（第二フェーズ）から、シムズ理論<sup>5</sup>の方に傾いていく感がする<sup>6</sup>。即ち、プリンストン大学クリストファー・シムズ教授の理論は、2%のインフレ目標の達成まで、政府は財政収支均衡にとらわれずに柔軟な政策運営を行うことで、消費支出を増やし物価の上昇を目指すべきとするものである。

この段階から、リフレ派と言われる金融学者の中で微妙に意見の相違が生まれている感がする。岩田は、やや（優先順位は多少異なるが）ニューケインジアン的な

<sup>3</sup> 2012年6月 民主党野田内閣の時に、税と社会保障の一体改革として与野党協議の結果、消費税率を2014年に8%、15年に10%に引き上げる法案を提出。8月参院本会議で可決成立した。

<sup>4</sup> 岩田は、「14年4月の消費税増税こそ、2%の物価安定目標の達成を後ずれさせている真の要因である。ところが、黒田総裁は2013年9月に『消費税増税をしなければ、どえらいことになる』と発言して、安倍首相が3%の消費税引き上げをせざるを得ない状況を作り出した。」として日銀総裁としての黒田総裁の消費増税への主張に疑問を呈する。

<sup>5</sup> シムズ提案の背景には、「物価水準の財政理論（Fiscal Theory of the Price Level, FTPL）」と呼ばれる理論がある。即ち、財政収支の均衡を前提とするか、財政規律を守る政府と政府とは独立して物価目標の達成を目指す中央銀行の組み合わせの理論が金融政策の根幹であるとする理論が多い中で、シムズ提案は、一時的・部分的とはいえ、均衡財政に必ずしもこだわらない柔軟な財政政策運営を提唱する。ニューケインジアンの考え方にやや近い考え方となる。

<sup>6</sup> 浜田宏一氏が先にシムズ理論の方に傾いたとされる。



要素も一部付加した考え方になっている気がする。これに対して、ピュアーなリフレ論者である原田泰、若田部昌澄、片岡剛士氏はいずれも貨幣供給による効果を主張し続けている。また、片岡氏は（民間金融機関出身である所為もあるのか）マイナス金利に対して否定的である。

## (2) マイナス金利

岩田は、マイナス金利については、「これ以上のマイナス金利の深堀りは、銀行の貸出金利を引き下げる効果はほとんどないかも知れないが、過度の円高を止めて、円安・株高をもたらすことに通ずる需要刺激効果が期待できるのではないか。注意すべきは、イールドカーブがフラット化して、銀行の利ザヤが更に減少することであろう。そうなると、かえって、銀行貸出が減少する可能性がある<sup>7</sup>。したがって、マイナス金利の深堀りと国債買い入れ平均残存期間の短期化が望ましい。」とする。このマイナス金利の深堀りの意味が今一つ不明であるが、リーズナブルな考え方であると思う。

## (3) イールドカーブ・コントロール

岩田は、イールドカーブ操作は、「日本銀行当座預金のうち政策金利（短期金利）残高にマイナス0.1%のマイナス金利を適用し、10年物国債金利（長期金利）が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う政策を採用する。買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）を目処としつつ、金利操作方針を実現するよう運営する。買入れ対象については、引き続き幅広い銘柄とし、平均残存期間の定めは廃止する。」とする。岩田と親しい学者グループは、長期国債買い入れ量の増加を主張するが、岩田は、「長期国債買入をこれ以上増やせば、満期が10年くらいまでの国債金利はマイナスになるであろう。ということは、『マイナス金利は失敗だった』ということと『長期国債買入量をもっと増やせ』ということは矛盾している。」こととなると考える。また、2016年9月には、「イールドカーブ・コントロールの導入により、マネタリーベースの年間供給額（償還額を除いたネット）で80兆円の増加が80兆円を割り込む可能性がある。たとえば、10年物国債金利が0%程度よりも低くなる場合、0%程度を維持するためには、10年物国債の買入れを減らす必要がある。」として、

---

<sup>7</sup> この点、日銀の伝統的な金融政策への考え方である「『短期政策金利がゼロになると銀行貸し出し金利が低下して、銀行貸し出しが増える』という金融緩和政策がなくなるので量的金融緩和にはデフレ脱却効果はない」との考え方と共通する面があるとも感じられる。

市場実勢を乱すようなイーールドカーブ・コントロールには消極的姿勢をとる。

#### (4) 財政政策

前述のように、(消費増税後) 岩田は、シムズ理論に傾き、デフレ脱却には金融政策に加え、財政政策を期待する。岩田は、財政政策の一つとして、ヘリコプターマネーを主張する。しかし、この点で黒田総裁と岩田は意見を異にする。即ち、「ヘリマネー(ヘリコプター・マネー)を考えなければならないかもしれないとの説に対して、黒田総裁はヘリマネーは法律上できないと発言しており、ヘリマネーを辞さない人が総裁にならなければ実施できない。」と述べる。

また、「現在の異次元金融緩和は、ヘリコプターマネーではない。アメリカの金融政策の指標には、雇用統計が入る。フィリップス曲線<sup>8</sup>が常に議論される。現在の異次元金融緩和は、ヘリコプターマネーではない。ヘリコプターマネーは財政当局が実施するもの(日銀ではない)。一般国民に金をばらまく(交付する)ものである<sup>9</sup>。」として、財政政策の一つとして、ヘリコプターマネーを主張する。ここで、「インフレ目標達成までは、増税には反対ではあるが、減税しなくても(あるいは財政支出を増やさなくても)、長期国債の購入を通じてマネタリーベース供給の増加を続ければ、(いつかは)インフレ目標を達成できるという、リフレ派の多くの考え方をどう考えればよいだろうか。」との設問を立て、これに対して、バーナンキの「財政的要素を持たない公開市場操作」に関する次の説を引用しつつ論を展開している。

『財政的要素を持たない公開市場操作とは、中央銀行が公正な市場価値で(例えば長期国債のような)ある種の資産を購入することである。このような資産購入の目的は、資産価値を上昇させて、それによって(例えば担保価値を上昇させて)支出を刺激することにある。例外的公開市場操作(今日の非伝統的公開市場操作に相当—岩田注)の効果が無いという主張は中央銀行が経済のすべての実物資産と金融資産を獲得してもその価格と収益率は変化しないと主張するに等しい。もちろんそのようなことが起こるはるか以前に、資産間の不完全代替性が表面化して獲得した資産の価格は上昇するであろう。』

#### (5) 為替レート(円高要因)

岩田は為替レートの変動要因に関し、次のように述べ、デフレ脱却と為替との悪

<sup>8</sup> 金利と失業率との関係を論ずる理論。

<sup>9</sup> 民主党政権時に実施された「お年寄りへの一時金(10万円)の交付」がその例であろう。

循環を述べている。「2016年当初の原油価格の急落、資源国や中国をはじめとする新興国経済の減速、さらにユーロ圏の銀行の経営不安などにより、投資家がリスク・オフになったため、安全資産と考えられている円に逃避することが、円高の原因であるといわれる。しかし、真実は安全資産と考えられる円への逃避とは、円が予想インフレ率の極めて低いデフレ気味の通貨であるため、購買力が安定した通貨への逃避ということであろう。

すなわち、2016年当初の原油価格の20ドル台への急落、資源国や中国をはじめとする新興国経済の減速、ユーロ圏の銀行の経営不安、さらにブレグジット（英国のユーロ離脱）などの負のショックが起きるたびに、日本のデフレからの脱却のむずかしさが意識され、日本の予想インフレ率が低下し、それにつれて日本の予想実質金利が上昇し、円高になるのである。そして、円高は実際の物価を短・中期的に引き下げる要因になるから、足元の物価が下がり、日本に特有の適合的予想形成に基づいて、さらに予想インフレ率が低下するという悪循環に陥ってしまう。」

要するに、デフレからの脱却が進展しない⇒円高⇒デフレからの脱却が更に困難といった悪循環が起これ、これに外部要因が悉く円高に働くといった悪循環の増幅があるということである。

#### ④ 岩田の「日記」を読んで

岩田の日記は、副総裁就任当初から意識して書いていたものであり、率直に、かつ適宜、金融理論を論じたり、国会での議論を紹介したり、その時々々の学者等との議論を紹介したりして、現場感もあるし分かりやすい。その中で、いくつか感想を述べたい。

第一に、FRBのバーナンキの「危機と決断」では、バーナンキが意見が異なる理事、議員と議論して金融政策を進めていく様が述べられているが、これに比べて、理事間の議論があまり紹介されていない。日銀理事の構成が（本来、多様な意見を持つ人たちから構成されその中で政策決定が行われていくことが望ましいが）、政治人事でリフレ派偏重になっており、FRBに比べ理事間の議論が行われ難いという面はあるにせよ、理事間の議論が余り行われていない印象を受ける。これからどのような議論、プロセスを経て政策決定が行われるのかが分かり難い印象を受ける。

また、バーナンキ日記と異なり、総裁・副総裁間の議論が日常的に行われる雰囲気がない感がある。第二ステージ以降、総裁・副総裁間の認識ギャップが拡大し、金融政策は総裁が提案し、決を取るといった形式で行われ、この間の議論が十分に行われていない感がある。政策決定のプロセスがもう少し具体的に論じられていると更に興味深いのではないだろうか。

第二に、岩田が議論するリフレ派の人たちの名前がある程度固定化し、その中で議論され政策決定が行われている感がする<sup>10</sup>。かなりの頻度で勉強会を開催しており、その中で議論を行ったり、モデルを回したりして実のある議論を行っていることが窺われる。しかし、もう少し反リフレ派又はニューケインジアン論者とも議論すると実りある議論ができたのではないかと感ずる。また、上記リフレ派の中でも、(当然のことであるが)金融緩和の効果やマイナス金利等に関して徐々に多少の温度差が感じられてくる。この中で、岩田は途中からやや金融緩和のみによる物価上昇期待に関して、やや懐疑的になっていった印象を受ける。その後、岩田辞任後に、副総裁及び理事として、超リフレ派とも言われる若田部、片岡両氏が就任することは、寧ろテーパリングの検討が必要な時に皮肉である。

岩田は物価が上がらない理由について、やや達観して次のように述べている。

「需給ギャップは、バブル期は一貫して拡大し続け、そのピークでは6%プラスであるのに対して、『量的・質的金融緩和』政策開始後は、需給ギャップは一年程度はプラス圏で推移したが、その後はマイナス圏に陥り、最近ようやくプラス圏に浮上した程度である。需要ギャップがマイナス圏に沈んだ最大の要因は、2014年4月の消費税増税以降の消費の弱さである。

もしも消費が強ければ、企業は人件費の増加を省人化投資のようにコストをかけて相殺したり、顧客離れを引き起こすリスクのある『サービスの質』を落としたりして対応するよりも、価格を引き上げる方がコストをかけずに売上高を減らすことなく人件費の増加を吸収できる。

既存の販売方法に加えて、ネット販売などが普及しているため価格引き下げ競争を招いているといわれる(しばしば黒田総裁が述べている)が、消費が十分強ければ、ネット販売が普及しても、価格引き下げ競争を招くとは限らない<sup>11</sup>。

このことは、消費税増税後の消費が弱いために、企業は人件費の増加に対して、売上高の減少を招く価格引き上げではなく、省人化投資やサービスの質の低下で対応しているということの意味する。

以上から物価が上がらない近因は、消費が弱いため、需給ギャップの改善が遅れていることにあり、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という結論が導かれる。」

---

<sup>10</sup> この日記の中で頻繁に出てくる学者・日銀理事等は、片岡 剛士、鈴木 亘、若田部昌澄、原田 泰、八田達夫、本田悦郎、山本幸三、浜田宏一の諸氏である。

<sup>11</sup> 筆者もネット販売犯罪説には反対であり、岩田説に賛成である。

### 3. デフレからの脱却

そもそも、デフレからの脱却とはいかなる状態をいうのだろうか。2013年12月の「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」において、デフレからの脱却とは次のような状態とされた。

- (1) 「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」
- (2) その実際の判断に当たっては、足元の物価の状況に加えて、再び後戻りしないという状況を把握するためにも、消費者物価やGDPデフレーター等の物価基調や背景（例えば、需給ギャップやユニット・レーバークスト《単位当たりの労働費用》といったマクロ的な物価変動要因）を総合的に考慮し慎重に判断することが必要。
- (3) 従って、ある指標が一定の基準を満たせばデフレを脱却したといった一義的な基準を示すことは難しく、慎重な検討が必要。

この考え方（日銀の伝統的な考え方とも言われる）からすれば、現在の経済・金融情勢は、デフレからの脱却宣言を出しても良い状態なのかもしれない。しかし、「デフレからの脱却」は政治問題化しており、簡単に宣言できるものではない。それでは、政府は「デフレからの脱却」でいかなる姿を描こうとしているのであろうか。岩田は、デフレから脱却した姿として、次のように述べている。

「今後は、低賃金、低商品価格というデフレ型ビジネスモデルは成立しなくなり、生産性の低い製造業も、超円高の下で厳しい国際競争に晒されながら生産性を引き上げ高品質な製品を生産すべく頑張っており、人手不足を背景とする賃金上昇と円安による輸入品価格の上昇に耐えることのできる『高生産性・高品質ビジネスモデル』に変わらなければ生き残れない。」

高品質、高価格、高賃金の豊かな社会、そういう世界は実現可能であろうか、また、わが国の将来方向なのであろうか、また、それは金融政策で可能であろうか<sup>12</sup>。もし、わが国の経済社会の将来方向が、上記のより高生産性、高品質世界とするのでありその手段としてデフレからの脱却があるのであれば、政府はその将来方向をまずきちんと国民に説明し、納得を得る必要があるのであろうか。

デフレからの脱却の指標としての物価安定目標2%について、岩田は次のように述べており、必ずしもこれが絶対とは考えていないと考えられる。

「総裁がいつも答えていることであるが、物価安定目標を2%のインフレ率にしている理由は次の三つである。

<sup>12</sup> 企業は、コスト削減や生産合理化によりより良い製品をより低い価格で提供しようとする。

(1)消費者物価指数には実際よりも上方バイアスがある。

(2)いったんデフレになるとそこから脱却することは極めて難しい。このことは、1998年以降の日本の経験からも分かることである。

以上の理由で、何か負のショックがあっても、インフレ率が0%以下にならないように、物価安定目標をある程度「のり代」をとって設定しておく必要がある。

さらに加えて、

(3)2%の物価安定目標は世界の主要国で採用しているスタンダードである。岩田は、インフレの顕在要因として、次の要因を挙げる。

(1)「海外との金利差、及び国際経済不安定要因」、これから為替相場の変動が起こるがこれはコントロール不可能である。

(2)「原油価格の急落」これもコントロール不可能。

(3)異次元金融緩和⇒金利低下⇒銀行収益の低下⇒銀行株価の低落⇒消費の低下となること。これは金融政策が結果的に消費の低下を招き、物価上昇を阻害するというものである。

しかし、これら物価上昇要因がコントロール不可能、まして金融政策のみでは制御不可能とすれば、デフレからの脱却を目指す異次元金融緩和政策そのものの限界を認めているのではなかろうか。

以上の議論からすると、物価上昇は目標ではなく結果なのではないだろうか。目標は、需給ギャップの縮小であり、更に潜在成長率の上昇ではないだろうか。現在、雇用状態は極めてタイトであり、需給ギャップはほぼ解消されている。そこで、日銀のマネーサプライを増加させても効果は限定的なのではないか。要するに、物価をコントロールすることは不可能ではないだろうか。

現在行うべきことは、潜在成長率の底上げではないだろうか。わが国の経済のパイの拡大である。そのためには、アベノミクスの第三の矢である規制緩和に更なる政策集中が必要なのではないだろうか。規制緩和は限定的な結果しか惹起されていない。規制緩和より、制度見直しが必要ではないだろうか。

金融政策はほぼその効果は出尽くしたと考えて良いのではないだろうか。現状の需給ギャップ解消、雇用情勢の緊迫化からすればデフレからは脱却したとの宣言を行っても良いのではないだろうか。要するに、「デフレからの脱却」の軛から離れて日本経済の拡大・発展を考える時期に来ているのではないだろうか。

(以上)