

マイナス金利、さらに拡大も 「最強の枠組み」で物価目標実現

日銀の黒田東彦総裁が2月3日、共同通信社の東京きさらぎ会で講演した。1月末に導入したマイナス金利を「中央銀行の歴史の中で、おそらく最も強力な枠組みだ」と強調し、必要なら、さらなる金利引き下げや長期国債の買い入れ拡大に踏み切る考えを示した。2%の物価安定目標実現に向けて「追加緩和の手段に限りはない」とも指摘した。マイナス金利決定後、黒田総裁の講演は初めて。

日銀は1月29日の金融政策決定会合で、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するため「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。日銀の経済・物価情勢に対する認識と先行きの展望、今回の政策決定について説明したい。

日本経済は拡大局面へ

日本経済は輸出・生産に新興国経済の減速が影響しているが、堅調な国内民間需要を背景として緩やかに回復している。企業収益は、実体経済の改善

と原油安、円安で明確に改善し、過去最高水準となった。設備投資も緩やかな増加基調にある。12月の日銀短観でも前向きな投資スタンスを確認した。

家計部門では労働需給の引き締めが続いている。失業率は3%台前半と1997年以来18年ぶりの低水準となった。労働市場は「完全雇用」状態といっている。雇用者所得も緩やかに増加している。個人消費も底堅い。先行きも企業・家計部門で「所得から支出へ」の循環が持続し、国内需要は増加基調をたどると

みている。新興国経済が減速から脱していくことを背景として、輸出も緩やかな増加を予想する。実質国内総生産(GDP)成長率は2015年度に1.1%、16年度は1.5%となり、潜在成長率を上回ると予想する。日本経済は回復局面から拡大局面へ転じていく。その後、17年度にかけて消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動などが影響し、景気の循環的な動きもあり、潜在成長率を幾分下回る程度に減速する。17年度の実質成長率は0.3%とみている。

鮮食品を除く消費者物価の前年比を下押しする度合いは、今がマイナス1%強で最も大きく、次第に減衰していく。この結果、鮮食品を除く消費者物価の前年比は、17年度前半ごろに物価安定目標である2%程度に達すると予想する。

「物価の基調」は着実に改善

鮮食品を除いた消費者物価指数の前年比は「量的・質的金融緩和」導入直前のマイナス0.5%から、14年4月には消費税率引き上げの影響を除いてプラス1.5%に高まった。しかし原油価格の大幅下落などで、このところ0%程度で推移している。だが「物価の基調」は着実に改善しているとみる。その判断の背景を説明したい。

日銀は、物価安定目標を「消費者物価の総合指数で前年比2%」と定義している。だが時々物価情勢を評価するには、一時的に大きく変動する要因を取り除いて、基調的な動きを見極める必要がある。日銀が通常、鮮食品を除く消費者物価指数で説明するのは、鮮食品の価格変動が著しいからだ。原油価格の変動が大きい状況では、エネルギーを除く消費者物価を見ることが必要になる。

物価の基調が着実に改善していると判断する根拠は二つ。

第一に、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比は「量的・質的金融緩和」以前はマイナスで推移していたが、13年10月にプラスへ転じ、直近はプラス1.3%に上昇している。

第二に、物価の基調を規定する二つの要因「需給ギャップ」「中長期的な予想物価上昇率」が、いずれも改善している。

需給ギャップは労働と設備の稼働状況を反映する。労働需給は引き締め傾向が続き、需給ギャップは着実な改善傾向をたどっている。先行きも労働需給の逼迫は強まり、設備稼働率も輸出・生産の持ち直しに伴い上

昇するとみられる。

中長期的な予想物価上昇率は、原油価格の下落も影響して弱含んでいる。一方で、消費者物価指数の構成目数で「上昇」から「下落」を差し引いた指標や、食料品・日用品の物価指数の動きを日次・週次でみると、昨春から拡大傾向が顕著だ。

昨年まで2年連続のベースアップが実現し、賃上げの動きは今年も各方面で続いている。企業の価格・賃金設定スタンスは明確に変化している。家計も以前より値上げを受け入れるようになってきている。価格改定の動きは広がり持続性を伴っている。予想物価上昇率は、やや長い目で見れば上昇しており、デフレマインド転換は着実に進んできた。

今後の見通しでは、原油のドバイ価格が1バレル35ドルを出発点として、17年度にかけて40ドル後半半へ上昇すると想定している。エネルギー価格が生

これらの見直しには、さまざまなリスク要因がある。

新興国経済に不透明感

まず企業行動の転換だ。企業収益は史上最高水準、労働市場は完全雇用状態にある。その割に賃金や設備投資など支出面への波及がやや弱い。企業のデフレマインド転換には時間がかかる。海外経済の不透明感などで企業のコンフィデンス（先行きへの信頼感）が低下すれば、デフレ的な企業行動に逆戻りするリスクが大きい。

新興国・資源国経済の減速にも触れたい。世界経済のメインシナリオは、先進国が堅調な成長を続け、それが波及して、新

興国も減速を脱すると考える。ただ、このところの金融資本市場では、中国をはじめとする新興国や資源国経済の先行きに不透明感が強まっている。資源価格の下落は、先進国など資源輸入国にはプラスの影響を及ぼす。日本でも資源価格の下落は、企業収益の好調さを支える要因の一つだ。家計の実質所得を支える効果もある。一方でブラジルやロシア、中東産油国など資源輸出国の経済には大きなマイナスとなる。

今後、新興国・資源国経済の先行き不透明感や金融市場の不安定な動きを背景として、企業のコンフィデンスが低下すれば、設備投資や価格・賃金設定スタンスが慎重になるリスクがある。リスクが顕在化すれば、景気回復メカニズムに支障を来し、物価の基調にも影響する。

このような環境で、企業のコ



黒田東彦氏（くろだ・はるひこ）東京大法学部卒。大蔵省（現・財務省）へ。国際金融局長、財務官を歴任。一橋大大学院教授などを経て2005年アジア開発銀行総裁。13年3月から日銀総裁。1944年生まれ。福岡県出身。

増大している。

日本型マイナス金利

こうしたリスクの顕在化を未然に防ぎ、物価安定目標に向けたモメンタム（動き）を維持するため、日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。その狙いを説明する。

日銀が13年4月に導入した「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮している。

今回の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、これまでの「量」と「質」に「マイナス金利」というオプションを追加した新しい枠組みだ。自然な金融取引で金利はゼロ%が下限となる。「金利のゼロ制約」だ。

主要先進国の中央銀行は、グローバル金融危機の後、非伝統的な金融政策を始め、さまざまな形で資金を供給してきた。最後の壁が「ゼロ制約」だった。欧州ではスウェーデン、デンマーク、スイス、欧州中央銀行（ECB）がマイナス金利を導入した。

その出発点が、金融機関が中央銀行に保有する預金金利をマイナスに設定することだ。中央銀行に預けると損失を被るので、少しでも損失幅が小さければ、マイナス金利でも資金を放出しようとする。マイナス金利は、金融緩和の大変強力な武器になる。実質金利の低下を通じて、企業や家計の経済活動に好影響をもたらすと期待できる。

しかし原油価格の大幅下落を主因として、2%の物価安定目標達成に、当初の想定より時間がかかっていることも事実だ。そこで最近の欧州における知見を踏まえて「量的・質的金融緩和」を一段と発展・強化した。

ただ日本と欧州では金融情勢が大きく異なる。日本は中央銀行預金の規模が桁違いに大きく、今後も年間約80兆円のペースで増えていく。すべてにマイナス金利をかけると金融機関の負担が大きく、かえって金融仲介機能に悪影響を与えるリスクがある。そこで今回は、日銀預

金に階層構造を採用し、その増加分にマイナス金利をかける方法をとった。市場金利に十分な影響を与えつつ、副作用はできるだけ小さくする「日本型マイナス金利政策」といえる独自の仕組みにした。

追加緩和も躊躇せず

今回導入した枠組みの下で、日銀は「量」「質」「マイナス金利」すべての手段を駆使して金融緩和を進める。必要と判断すれば、今回のマイナス0・1%より大きいマイナス金利を実施することも可能だ。マイナス幅はECBで0・3%、スイスは0・75%、スウェーデンは1・1%の例がある。金利面の緩和拡大余地は十分に存在する。

長期国債の買入れ拡大も十分可能と考える。金融機関が長期国債の売却代金を日銀に預けるとマイナス金利が付くが、そのコスト負担は国債価格の上昇、つまり利回り低下で釣り合う。マイナス金利政策の下でも、

長期国債の買入れが困難になるとは、必ずしも言えない。市場の動向を注意深く見ながら、買入れを推進していく。

日銀は2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。必要な場合は、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は中央銀行の歴史の中で、おそらく最も強力な枠組みだ。

時折「緩和手段の限界」という声を聞く。とても違和感のある表現だ。必要であれば、新しい手段や枠組みをつくらなければならない。追加緩和の手段に限りはない。物価安定目標の実現に対する日銀のコミットメントには、いささかの揺るぎもない。中央銀行が本気で取り組んでいる以上、物価安定目標は必ず実現する。

2%の「物価安定の目標」の実現のために、できることは何でもやる。

（編集部）