

出口論を封じる黒田総裁への注文 ～「議論するのはまだ早い」論の誤り～

発表日：2013年5月14日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

黒田日銀総裁は、出口論について質問されると「議論するのはまだ早い」と応じる。しかし、出口論を考えておくことには意義がある。なぜならば、インフレ目標が成功したときには、長期金利と物価上昇がリンクする関係へと移行して、今までのように長期金利の安定を維持できなくなる可能性があるからだ。そうなっては困る関係に苦しまないためには、手前でそういう関係にしないことが肝心である。議論するのは早いという議論は賢明ではない。

通説、出口論を議論するのはまだ早い

黒田総裁は、出口論について質問されたとき、決まって「議論するのはまだ早い」とはぐらかす。この発言は、日銀出身の歴代総裁たちが、景気回復の芽が育つと金融緩和解除を急いだ、という徹を踏まないように注意喚起するのが狙いだ。黒田総裁は、そうしたかたちで金融市場に「今までの日銀とは違う」というハト派のイメージを振りまいている。

筆者は、こうした黒田総裁の姿勢には隠れたリスクがあると考え。誤解のないように言っておくと、筆者は歴代日銀総裁が考えてきたように、デフレ脱却に失敗し続けて日銀が永遠に国債を買い続けるシナリオを恐れている訳ではない。筆者も、日銀には過度な金融緩和から連想される“インフレの亡霊”に脅える本能があることは重々承知している。日銀は、好むと好まざるにかかわらず、デフレ脱却ができないと金融緩和のプレッシャーから逃れられない。その点について、日銀総裁はやるしかないと腹を括るべきだった。

うまく行ったときに本当は困る

問題の本質は、もっと合理的な先行きのリスクである。インフレ目標に対して失敗する場合ではなく、逆に金融緩和が成功した時に、矛盾に陥るのではないかという心配である。わかりやすく議論を進めるために、2段階論を考えてみたい。

まず、もしも、黒田総裁が強調するように、①2年間で消費者物価の上昇率2%が達成できたとしよう。このときは、デフレ予想は払拭されて、2%の物価上昇が継続すると皆が信じるようになる。

おそらく、その場合、②消費者物価2%に反応して、長期金利は上昇する。長期金利は、先々のインフレ予想を織り込むから、消費者物価の上昇とは独立ではいられない。仮に、この長期金利上昇が一時的であるならば、政府の利払費の増加は限定的だ。しかし、長期金利2%が継続的ならば、国債が償還期を迎えるに従って利払費は増嵩する。財政再建には大きな足かせになる。日本の政府債務1,000兆円が利払費によって毎年2%増えると、約470兆円の名目GDPが同率の毎年2%で増えても、算術的に政府債務は収束しなくなるだろう。さらに、長期金利が急上昇したときには、民間金融機関の経営にも甚大な影響を与える。

インフレ目標を達成できたときの大問題

ここで争点になるのは、①＝②にはならず、②が成立しないシナリオを継続できるかどうかである。人々の願望は、長期金利が上昇しないで、物価・所得だけが上昇するシナリオ（①≠②）である。しかし、消費者物価が2%になっ

たとき、長い間、長期金利を1%未満の超低金利水準に釘付けにはできない。

今は、デフレだから長期金利と物価の関係が意識されずに済んでいるだけだ。経済が正常化すれば、長期金利は多かれ少なかれ上昇していく。インフレ目標を掲げていると、2%の物価上昇が強く意識されて、長期金利の抑制には逆効果になる。

こうした考え方に対して、黒田総裁は、インフレ率が2%になっても、日銀の巨大な国債購入が需給コントロールの役割を果たして、長期金利の低位安定（＝債券価格の高値維持）がある程度はできると考えているのだろう。そうした理解は、楽観的過ぎると思う。

最近の長期金利をみても、5月13日に長期金利は一時0.80%台になり、金利メカニズムが自由自在にコントロールできるものではないことを思い知らされた。円安が進み、株価が上昇すると、長期金利には上昇圧力がかかるし、米長期金利が上昇したときにも日本の長期金利にも上昇圧力が働く。今後、物価上昇率が上がってくれば、長期金利が低位安定であり続ける保証はない。

実際、現時点でインフレ目標を日銀が導入しても長期金利が上昇しないのは、多くの人が「2年間で2%の消費者物価上昇」というシナリオを心の底から信じていないからだ。

後手に回るリスク

「出口論などは必要になったときに議論すればよい」という言葉は、長期金利は上昇したときに考えればよいと言っているのに等しい。一度、長期金利が大きく上昇した後では、もはや金利を元の水準に落ち着かせることはできなくなる。長期金利が上昇した後で、日銀が長期国債を買いまくれば、果たして長期金利は低下するだろうか。おそらく、それは逆効果だろう。金融緩和ではなく、金融引き締めをしなくてはいけなくなる。

合理的に考えて、経済政策は「そうになったら、どうしようもない」という最悪の状態は手前で避けなくてはいけない。警戒しておくべきは、最悪の状態になるまで、金融緩和のハンドルから手を離しておくことだ。

出口論とは、風邪に対する風邪薬のような存在である。風邪をひいてしまってから風邪薬を服用しても効果は乏しく、風邪の初期症状に先手を打って服用するからこそ効く。風邪薬を飲みたくないから、事前に「風邪薬は風邪をひいてから飲みます」というのは言い逃れに過ぎない。

物価と長期金利がジレンマの関係に陥らないようにするためには、水際作戦しかない。長期金利上昇を避けることを念頭に置き、金融政策は、適度の範囲での物価上昇しか目指さないとアナウンスしておく。つまり、長期金利抑制を優先課題に据えて、その範囲内でデフレ脱却を目指すというのが賢明なポリシーミックスだ。

本来、インフレ目標を導入するにしても、消費者物価目標は1%以下に低く設定して、そこに近づく金融緩和ペースを縮小させるという選択を先に提示しておくことが、長期金利の安定のためには望ましい。

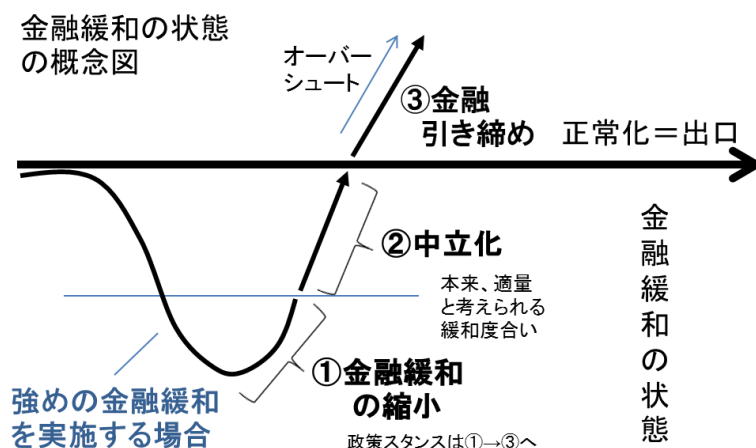
「出口論」と一口に言っても、様々な解釈があることには留意が必要だ。出口には

(1) 金融緩和の度合いを縮小させる対応、
(2) 景気刺激を中立に戻す対応、(3) 物価上昇率を低下させるために金融引き締めを行う対応、の3段階がある(図表1)。筆者の理解では、出口とは、金融政策を正常化するためのプロセス全体のことを言うのだろう。

出口論が批判されるときには、(1)と

(3)を混同した議論が多いことに気が付く。

(図表1) 出口論のプロセス



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

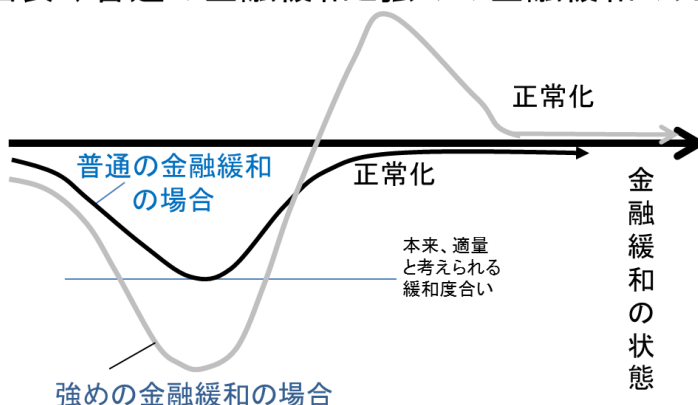
インフレになっていない時期に、具体的に金融引き締めのお話をする必要はない。ただし、物価上昇率が高まってきたときに中立状態にいずれ戻していくプランを示すことは、引き締めとは峻別して議論してもよい。

なぜ、出口論が必要になるかと言えば、それは普通の金融緩和ではないからだ（図表2）。仮に、普通の金融緩和であれば、漸進的に金融緩和を進めるため、緩和効果がオーバーシュートするリスクは小さい。だから、出口論などはあまり議論する必要性はない。普通の金融政策に対しては、「早すぎる出口論を議論するのはいかなものか」という批判はあり得る。

しかし、強めの金融緩和政策を実施するときには、金融緩和がオーバーシュートする可能性に備えて、事前に金融緩和を正常に戻すときの全体像を示しておく方が、後々の混乱を避けるためには望ましい。

往々にして、金融政策の運営に関しては、（1）金融緩和の度合いを縮小させる対応、（2）景気刺激を中立に戻す対応、をことさらに問題視して、人為的に金融緩和がオーバーシュートさせるバイアスが働く、これは長期的に考えると決して望ましいことではない。

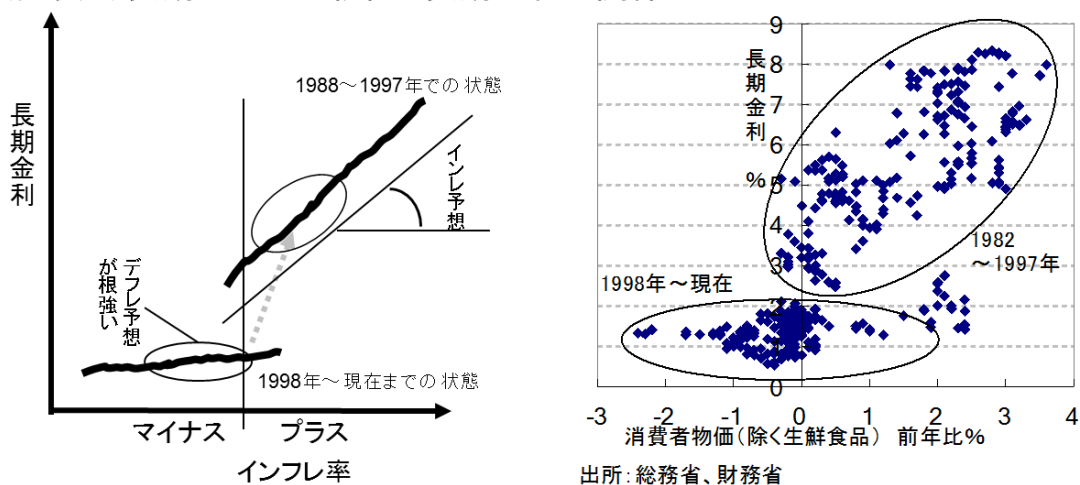
（図表2）普通の金融緩和と強めの金融緩和の比較



インフレ予想の作用は環境によって変わる

過去の長期金利と物価の関係は、30年間の長い期間でみると、両者が連動する関係になっている（図表3）。インフレ目標政策を考えると、この関係を無視することはできないだろう。細かくみると、長期金利の関係は、1997年までは明確な連動関係があったが、1998年以降は物価に対する金利の感応度が低下した状態になっている。教科書的な説明を用いると、1997年以前は、実体に見合った金利水準に、プラスのインフレ予想が反映していたのに対して、1998年以降はデフレ予想の影響を受けて、現在の短期金利の下落が将来も続くという予想に切り替わったと理解できる。その背景には、金融システム不安によって強烈なデフレ予想が定着したことがある。労働市場でも、賃金上昇の見通しが成り立たなくなっており、そのこともデフレ予想をより強固にした。黒田総裁の金融政策は、1998年以降の状態を以前の状態に戻そうとするものと理解できる。

（図表3）長期的にみた物価と長期金利の関係



$$\text{長期金利} = \text{実体経済に見合った金利水準} + \text{期待インフレ率}$$

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

上手な金融政策をするのなら、長期金利が上昇しにくいように配慮しながら大胆な金融緩和を実施するだろう。インフレ目標を導入するにしても0.5～1.0%の範囲内で低めに数値を設定して、大量の長期国債購入のプログラムを実行することになろう。高めのインフレ目標を設定して大胆な金融緩和をするのではなく、低めのインフレ目標を設定して同様に大胆な金融緩和をすることで、無用に長期金利を刺激せずに済む。

もしも、実際に消費者物価上昇率が0.5～1.0%へと移行してくれば、その場合に低めのインフレ目標であれば、金融市場は日銀の金融緩和の縮小を先んじて予想するので、物価上昇率は加速せずに、長期金利が上昇する予想を小さく抑える。そうではなく、2～3%のインフレ目標を置くと、実際の消費者物価が0.5～1.0%へと移行してきたとき、長期金利がより上昇する流れを促すことになるだろう。

消費者物価上昇率の目標を2～3%の高い数値に置くことは、金融引き締めを人為的に遅らせることを意識させる。それは、デフレの環境では都合が良いかもしれないが、デフレ環境が変わってくれば長期金利上昇を促すことになりかねない。目先の金融刺激だけを欲しがって近視眼的になると、金融システムにも手痛いしっぺ返しが起こることを警戒しなくてはいけなくなる。

従って、どうしてもデフレ脱却のために超強力な金融緩和が必要だ、という発想を優先させたいのなら、将来に起こるかもしれないリスクに関しても頭に入れながら、用意周到に出口の作戦を練っておくべきだ。

どうやってバランスを取るのか

最後に、上記のようなジレンマに対して、どのように対処すればよいかを示してみたい。当初は2%のインフレ目標を掲げていても、本当に消費者物価上昇率が1%に接近すれば、2%のインフレ目標を途中で修正してしまうことで、インフレ予想を小幅に止める。そうすれば、長期金利が上昇する手前で、金融緩和のペースを調整して、長期金利の上昇を伴わないマイルドな物価上昇をできるだけ長く維持できる。長期金利が上昇して多額の損失を金融機関が負わずに済むというソフトランディングを達成することもできるだろう。

うがった見方をすれば、黒田総裁は、そうした作戦を熟知していて、インフレ率が1%近くまで浮上するまでは、出口論をわざと隠しているのかもしれない。当面は、長期金利が上昇しそうにないことも理解していて、物価上昇率が1%を超える可能性が高まったときに、君子豹変して出口論を具体的に示して、2%のインフレ目標をもっと低めの数値に仕切り直す。なお、こちらのシナリオは、今のところ、筆者の希望的観測に過ぎない。