

## 太陽グラントソントン

## エグゼクティブ・ニュース

## テーマ：静かに始まった植田日銀の出口戦略

執筆者：三菱UFJリサーチ&amp;コンサルティング株式会社 研究主幹 鈴木 明彦 氏

## 要旨（以下の要旨は2分30秒でお読み頂けます。）

日本銀行では10年に亘る異次元金融緩和を続けた黒田総裁から、今年（2023年）4月に植田新総裁が就任しました。植田日銀は基本的に前総裁の「量的・質的緩和を継続する」と表明しています。しかし、消費者物価が1年以上も目標2%を超える中で、これまでの異次元緩和は維持されるのでしょうか。植田総裁の真意について、三菱UFJリサーチ&コンサルティングの鈴木明彦研究主幹にご解説いただきます。

植田総裁は1998年から7年間、デフレ時代に日銀政策委員会審議委員を務めた。この時の議決などから、短期のゼロ金利政策とその継続を約束することによる中長期金利の低位安定を基本としていると思われる。また、量的金融緩和はゼロ金利政策とその効果を確実なものとするための補完と位置づけられ、資金需要を超える量的金融緩和には反対だ。すなわち、物価目標はあくまでも世間へのフォワードガイダンス（先取指針）であって、黒田前総裁のように「グローバルスタンダードとしての目標」に掲げるのには懐疑的だろう。

新総裁就任後の金融政策決定会合などから金融政策変更の地ならしがなされ、植田カラーが表れてきている。黒田総裁時には「物価安定」が至上の目標とみられたが、植田総裁は「経済・物価・金融情勢」の3つの安定達成で金融政策の原点回帰を示す。6月の金融政策決定会合後の記者会見においては「慎重な対応が過大なインフレを招くリスクはゼロではない」として、金融緩和継続での物価高騰にも備えている。

一方、異次元金融緩和からの出口戦略は次のようなものになるだろう。まず、世界的な資源価格の高騰と円安から1年以上にわたる2%超の消費者物価上昇下、物価目標達成を宣言するチャンスを見逃さないだろう。ただ、世界的な金融引き締めで経済の下押し圧力不安がある以上、安易な緩和解除に踏み切らない可能性は残る。黒田日銀時代に見られた大量の国債購入などによる量的緩和の要素を改め、量的緩和はゼロ金利政策の補完だとしつつ、金融引き締めへの金融政策の変更は封印して、金利を低水準で安定させる金融緩和策を継続するだろう。

植田日銀は出口の先も見据えている。すなわち、10年に亘る異次元金融緩和の出口だけでなく、1990年代後半からの25年を「物価安定」に向けた「闘いの歴史」として理論に先行して実践してきた非伝統的な金融政策のレビューを打ち出している。

ただ、この25年は政府と日銀の戦いの歴史でもある。2001年に発足した経済財政諮問会議を通じ政府は金融政策に影響を行使し、その結果政府の圧勝で推移してきた。この状況は簡単には終わらない。日銀に出来ることは、2%物価目標の達成を宣言し、異次元緩和を終了させて、デフレとの戦いに終止符を打つことだ。

## テーマ：静かに始まった植田日銀の出口戦略

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 研究主幹 鈴木 明彦

10年にわたって異次元の金融緩和を続けた黒田東彦日本銀行総裁が退任し、植田和男氏が新しい日本銀行総裁に就任した。黒田総裁が登場した時のような金融政策の大きな変化が起こることはなく、基本的には黒田総裁の時から量的・質的金融緩和がそのまま引き継がれているように見える。

しかし、この1年ほどで日本の物価環境は激変した。どんなに金融を緩和しても上がらなかった消費者物価は、今や1年以上も目標である2%を超えている。デフレ脱却のための金融緩和を続けられる状況ではなくなってきた。

そもそも、金融政策に対する考え方が植田総裁と黒田前総裁では大きく異なる。派手なレジームチェンジが起こらなくても、植田日銀の出口戦略が静かに始まっている。

### 1. 審議委員時代の実績から読む植田総裁の金融政策

植田総裁は、1998年から2005年までの7年間日本銀行政策委員会審議委員を務めた。この時期は、デフレが続くようになり、金融政策においてもデフレ脱却のための金融緩和の必要性が叫ばれるようになっていた。

植田氏は、審議委員として、ゼロ金利政策、時間軸の設定によるフォワードガイダンス、あるいは量的金融緩和政策といった非伝統的な金融政策の導入において重要な役割を果たし、政策の理論的支柱となった。

同時に、植田総裁の審議委員時代の金融政策決定会合の議決における実績を確認すると、黒田総裁との違いが浮かび上がってくる（図表1）。

図表1 植田総裁と黒田前総裁の考え方の違い

	植田総裁	黒田前総裁
金融政策の基本軸	ゼロ金利政策と時間軸効果による中長期金利の低位安定を目指す金利政策	長期国債を中心に巨額の資産を購入してマネタリーベースを拡大させる量的緩和政策
量的緩和政策の位置づけ	ゼロ金利政策と時間軸効果を確かなものにするための補完的位置づけ	量（マネタリーベース）の拡大が金融緩和効果を高めるといふ金融政策の柱
イールドカーブ・コントロール（YCC）の評価	中長期金利の低位安定はゼロ金利政策と時間軸効果によって達成するもの。YCCのスキームは投機的な動きを招いたり、市場機能の低下させたりという副作用を持つ	金融調節の目標を量から金利に戻すのに合わせて導入され、量的・質的金融緩和における中心的な調節手段
マイナス金利政策の必要性	政策金利をゼロ%から-0.1%にすることが、金融緩和効果を大きく高めるとは考えていない	量的・質的金融緩和を強化して、物価目標達成を確かなものにする切り札として導入
物価目標の役割	金融緩和を続けるという約束が守られる条件を明示するもの。フォワードガイダンスの時間軸を終了させる目的	金融政策によって達成すべき最も重要な目標。物価目標を達成することが、経済の活性化を実現する
2%という物価目標水準	金融政策の自由度を確保するためある程度の物価上昇が必要としても、2%が適正と考えているかは不明。審議委員時代はゼロ%以上の目標に賛成し、高い目標設定に反対	2%目標はグローバルスタンダードであり、目標として掲げるのは当然

（出所）日本銀行資料などを基に筆者作成

## (1) ゼロ金利政策と時間軸効果による中長期金利の低位安定

### ① 基本はゼロ金利政策と時間軸政策

黒田総裁の金融政策の基本は、長期国債を中心とする巨額の資産購入によるマネタリーベース（日銀が供給するお金＜現金＋日本銀行当座預金＞）の拡大、量的金融緩和だ。これに対して、植田総裁の基本軸はゼロ金利政策と時間軸効果による中長期金利の低位安定という金利政策と言えそうだ。

1999年2月に始まったゼロ金利政策においては、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利政策を続けるという方針が示された。ゼロ金利政策はしばらく続くという期待が広がることによって、中長期金利も低下するという時間軸効果が出てくることが期待されていた。

2000年8月の金融政策決定会合でゼロ金利政策の解除が決まった時、植田総裁はこれに反対する。

植田総裁はゼロ金利解除に反対した理由として、(a) 株式市場の動向等をもう少し見極めたい、(b) 一定の前提に基づき試算した適正な金利水準が漸くゼロ近傍に達したという状況であり、これがもう少しはっきりとプラスになるまで待ちたい、(c) 足許のインフレ動向から判断して、「待つこと」のコストは大きくない、といったことを挙げた上で、(d) 景気情勢等に対する見方は、他の委員と大差ないと付け加えている。

つまり、景気が回復を続け、物価は横ばいしないし弱含みで推移するという当時の日銀の見方と自分の見方に大きな差がなくても、むしろ大きな差がないだけに、デフレ懸念の払拭が展望できるとしてゼロ金利政策を解除することには反対だったのだろう。

時間軸効果によるフォワードガイダンスを重んじる植田総裁としては、消費者物価がまだ低下しているのにゼロ金利政策を解除することは約束違反であり、金融政策への信認を傷つける決定だった。

### ② マイナス金利政策は評価せず

黒田総裁は、量的・質的金融緩和が思うように物価押し上げ効果を発揮しない中、状況を打開する切り札としてマイナス金利政策を導入した。このマイナス金利政策について、植田総裁はどう考えているのだろうか。

日銀は、2016年1月にマイナス金利政策を導入し今も続けているが、その実態は日銀当座預金の一部に政策金利と称してマイナス金利を適用し、コール市場でマイナス金利での取引を生じさせているだけだ。これは特別な取引におけるマイナス金利の演出であり、一般の市場金利に及ぼす影響は限定的だ。

マイナス金利の導入と日銀による長期国債の購入が、一時的に中長期金利を急低下させる効果を発揮したが、中長期金利までマイナス幅を拡大させるような異常な低金利によって市場機能を低下させるような金融政策は、決して望ましい姿ではないはずだ。

植田総裁にとって、中長期金利の低位安定を達成する手段はあくまで時間軸効果によって市場の期待に働きかけることだ。政策金利をゼロ%から-0.1%にすることが金融緩和効果を大きく高めるとは考えていないだろう。

## (2) 量的金融緩和はゼロ金利政策の補完的位置づけ

植田総裁は、2001年3月に始まった最初の量的金融緩和の導入に賛成しているが、黒田総裁が量的金融緩和を金融政策の柱に据えていたのと異なり、ゼロ金利政策と時間軸効果を確かなものにするための補完的位置づけだったと推測できる。

### ① ゼロ金利政策の読み替えだった最初の量的金融緩和

日銀は、政府の反対を押し切ってゼロ金利政策を終了したが、その後の景気の悪化とデフレの継続に直面して、ゼロ金利解除は金融政策の失敗という烙印を押されることになった。もはや、デフレ脱却のための量的緩和政策の採用を迫る政府に対して、単にゼロ金利政策に戻るといっただけでは収まらない状況となってしまった。

一方、日銀はこの時すでに、不良債権問題の広がりから金融システム不安回避のために市場に潤沢に資金供給を行っていた。この潤沢な資金供給を量的緩和政策と称することで政府と日銀の妥協がなった。

植田総裁は、審議委員として量的緩和政策を開始する決定に賛成票を投じるが、頭の中では、デフレ脱却のためのゼロ金利政策に復帰し、時間軸政策を強化したと整理していたのではないかと推察される。

実際、日銀は金融市場調節の目標を無担保コールレート（翌日物）から日銀当座預金残高に変更して量的緩和政策を導入したが、同時に、結果として無担保コールレートはそれまでの誘導目標0.15%から低下し、ゼロ%近辺で推移するという予想を示した。量的緩和の導入は表向きの説明で、実態はゼロ金利政策の復活だったと解釈することができる。

その上で、「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」量的緩和政策を継続することを約束した。ゼロ金利政策の時よりもさらに踏み込んだ表現となり、フォワードガイダンスとしても時間軸としてもより強固なものとなった。

### ② 資金需要を超える量的金融緩和には反対

量的緩和政策がスタートした時、日銀当座預金残高の目標は5兆円程度に設定された。一方、ゼロ金利政策を続けていた時も日銀当座預金残高は5兆円程度であった。この意味でも、量的緩和政策はゼロ金利政策への復帰であったと言える。

その後、資金需要の拡大に応じて日銀当座預金残高の目標を高めていくという議長案に植田委員も賛成票を投じるが、これはゼロ金利を維持するために必要な資金を供給するための対応であると頭の中では整理されていたのではないかと推察される。

一方、中原伸之審議委員が議長案に反対して、毎回のように提案したより高い量的緩和目標を設定する提案に対して、植田委員が賛成することはなかった。また、福井俊彦総裁の時代になって、資金需要を上回る量的緩和目標の引上げが議長案として出されるようになると、それに反対することもあった。

植田総裁にとって、量的緩和政策はゼロ金利政策を補完するものであり、ゼロ金利政策を維持するために、資金需要を十分に満たす潤沢な資金供給が行われていればよかった。資金需要を上回る量的緩和の目標を設定することは不要だけでなく、政策の意図を説明するのを難しくして、金融政策の透明性を低下させるものであった。

### (3) 物価目標はフォワードガイダンスのアンカー

植田総裁は、2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成するまで、金融緩和を継続するとしている。時間軸政策とフォワードガイダンスを重視する植田総裁としては当然のことだ。しかし、黒田前総裁のように、2%の物価上昇率はグローバルスタンダードであり、目標として掲げるのは当然だとまでは思っていないのではないかと推察される。

#### ① フォワードガイダンスとセットで考えられた物価目標

多くの国で物価目標（インフレターゲット）が導入されているのは、高インフレに悩まされていたからだ。これに対して、第1次、第2次の石油ショックが終わると物

値の安定が続いていた日本ではインフレ阻止のために物価目標を掲げる必要がなかった。

ゼロ金利政策や量的緩和政策においてフォワードガイダンスが導入され、事実上の物価目標が金融緩和を続ける目処として掲げられた。日本では物価目標がインフレ抑制ではなく、物価上昇率を高めるために導入されたことになる。

## ② 2%の物価安定目標には懐疑的

植田総裁は、この日本的物価目標の導入を推進したが、同時に物価実勢からかけ離れた高い目標を設定することは意味のある政策と考えていなかったはずだ。フォワードガイダンスにおける金融政策継続の目処として物価目標を使う以上、達成もおぼつかないような高い目標を掲げても、物価目標を達成しないまま金融緩和が続き、金融政策の機動性を失うことになる。

ゼロ金利制約が続く中で物価が上がらないことが、金融政策にとって大きな制約となることを考えれば、植田総裁も経済成長力が高まる中で、物価がある程度上昇してくる状況は望ましいと考えているだろう。しかし、2%という達成不能とも思われた高い目標を掲げ、それを達成することが日本経済の成長力を高める切り札になるとは考えていないはずだ。

実際、前出の中原審議委員は、資金需要を上回る高い量的緩和目標の設定とセットで、具体的数値を掲げた物価目標の導入を提案していたが、植田総裁はこれにも反対していた。

## 2. 4月の会合で始まった金融政策変更の地ならし

植田日銀の金融政策は基本的には黒田総裁の時からデフレ脱却の金融緩和を継承しているが、基本的な考え方は黒田総裁と異なる。すでに総裁就任後初となる今年（2023年）4月の金融政策決定会合で、植田カラーが表れてきている（図表2）。

図表2 「当面の金融政策運営について」における金融政策の基本方針に関する記述

3月の金融政策決定会合	4月の金融政策決定会合
<p>日本銀行は、<u>2%の「物価安定の目標」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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。</u></p>	<p>日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、<u>経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。</u></p> <p>「物価安定の目標」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、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き<u>企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。</u></p>

(注) 表中の下線は3月と4月の違いを示すために筆者がつけたもの

(出所) 日本銀行資料

### ① 時間軸の強化で金利上昇をけん制

まず、2%の「物価安定の目標」は「賃金の上昇を伴う形で」実現すべきことを明確にした。黒田前総裁も記者会見の場で賃金上昇の重要性を繰り返し強調していたが、金融政策決定会合の議決を経て発表文に記述することによって時間軸が強化された。

植田総裁は、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現するには至っておらず、金融緩和を継続するという黒田前総裁の時からの方針を継承している。しかし、消費者物価指数は目標である2%をすでに1年以上上回り、日銀の想定を超えて物価上昇の動きが広がっている。今後の物価動向によっては中・長期金利が急騰する恐れは無視できない。

時間軸を強化することによって、消費者物価が上昇しただけでは今の金融緩和は変更しないという日銀の姿勢が明確になり、金利急騰を防ぐ効果が期待できる。

### ② 物価目標至上主義の修正

時間軸を強化する一方で物価目標至上主義が改められた。金融政策運営の基本方針は、黒田総裁の時には「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し」という文言で始まっていたが、4月の金融政策決定会合では「経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していく」という文言が最初に入ってきた。

これまでは物価目標達成が、金融政策の唯一かつ絶対の目標であるかのような位置づけとなり、物価が上がるまでは、景気回復が続いていても、金融市場が安定していてもひたすら金融緩和を続けてきた。

これからはそうした極端な金融政策運営ではなく、経済、物価、金融情勢の三つの安定を達成するという金融政策の原点に回帰することが期待できる。

追加的な金融緩和措置については、それを行う条件として、新型コロナの感染が拡大する前は「物価安定の目標に向けたモメンタム（相場の勢いを評価する指標）が損なわれる恐れが高まる場合には」と記述されていた。新型コロナ対応が始まると、「新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば」となり、物価安定目標とのリンクが外れた。さらに、昨年4月から「企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める」という文言が加わっていた。

4月の金融政策決定会合では、感染症リスクが後退している状況を考慮して「新型コロナウイルス感染症の影響を注視し」が外された。結果として、海外の不安定な市場動向を踏まえ、金融情勢への備えを前面に出す文言となった。

### ③ 物価高騰にも備え

金融緩和を継続する一方で、物価が想定以上に上昇してしまうリスクにも注意しなければならない。

6月の金融政策決定会合後の記者会見で植田総裁は、企業の価格や賃金の設定行動に変化の兆しが見えているとして、慎重な対応が過大なインフレを招くリスクはゼロではないと述べた。

すでに、4月の金融政策決定会合において日銀は政策金利のフォワードガイダンスを外している。このガイダンスは、日本語では「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」という何とでも読めるあいまいな表現だったが、実は英語では、“it(the Bank) also expects short- and long-term policy interest rates to remain at their present or lower levels”となっており、政策金利引き上げの可能性を明確に否定していた。

政策金利のフォワードガイダンスを外したということは、日銀も物価が想定以上に上昇するリスクに備えているということだ。

### 3. 異次元金融緩和からの出口戦略

#### ① 展望レポートでの物価見直し上方修正

2%の物価安定目標は達成不能と思われた過大な目標であった。しかし、世界的な資源価格の高騰と円安による原材料価格の大幅上昇が、販売価格にも転嫁されるようになり、1年以上にわたり2%の物価安定目標を超えて消費者物価が上昇している。

日銀は、消費者物価上昇率が目標の2%を超えても、安定的・持続的に実現するには至っていないとして慎重な姿勢を崩していない。しかし、1年以上も目標水準を上回っているのに、目標を達成していないと主張する方こそ不自然だ。

日銀が物価安定目標を達成したと今言っても、その判断が早すぎるという批判はほとんど出てこないだろう。ようやく掴んだ異次元金融緩和終了のチャンスを、日銀がみすみす逃すとは考えにくい。7月の展望レポートでは物価の見通しがさらに上方修正されるだろう。

#### ② ゼロ金利政策解除失敗の轍は踏みたくない日銀

異次元緩和を終わらせることは日銀が決断すればすぐにでもできる。しかし、今は迂闊に動けない。それは、物価上昇が安定的・持続的に実現したかどうか自信が持てないからというのは表向きの説明であって、景気や金融情勢の先行きに不安が残っていることが本当の理由ではないか。

景気の先行きを考えると、世界的に金融引き締めの影響が経済の下押し圧力となる可能性がある。ゼロコロナ終了後の中国経済の持ち直しも想定していたほどではないようだ。国内物価の上昇も景気にマイナスに働く可能性があり、景気の先行きは慎重に見たほうがよい。

金融情勢でも、日本の金融市場は混乱していないが、海外の金融市場の不安定な動きが、日本の金融市場に影響を与える可能性はゼロではない。

物価安定目標の達成を理由に、これまでの金融緩和を修正して金融引き締め動き、そのタイミングで、日本の景気が減速する、あるいは日本で金利の高騰など金融市場の混乱が起こることになれば、すべての責任を日銀が負うことになる。

さらに、景気の減速や金融市場の混乱に合わせて、物価上昇率が縮小する、あるいは物価が下落するということになれば、そこに因果関係があろうとなかろうと、金融政策を変更した日銀が悪者になり、それを理由に異次元金融緩和に逆戻りすることになりかねない。

ゼロ金利政策の解除が失敗だったのはタイミングが悪すぎたからだ。ITブームで沸いた景気は、ゼロ金利解除の3か月後の2000年11月を山に後退に転じてしまう。小幅な利上げであって実際にはそれほどインパクトがなかったとしても、その後の景気悪化の責任を日銀がすべて負うことになった。さらに政府が日銀の金融政策に影響力を強める絶好の口実を与えることになった。

審議委員としてゼロ金利政策解除の失敗を経験した植田総裁は、この轍は絶対に踏みたくないはずだ。

#### ③ 枠組み変更も利上げは封印

日銀は、展望レポートでの物価見通しの上方修正に合わせて、2%の物価安定目標の達成を認めるかもしれない。

物価安定目標の達成を宣言するしないにかかわらず、イールドカーブ・コントロール（YCC）に代表される異次元金融緩和の枠組みを修正してくる可能性がある。量的

緩和を柱に始まった黒田日銀の金融政策は、YCCの導入に合わせて量の目標を終了して、短期の政策金利と長期の10年国債金利を軸にする金利政策にかじを切った。

もっとも、マネタリーベースの拡大方針を継続するというオーバーシュート型コミットメント（消費者物価上昇率が2%目標を超える＜オーバーシュート＞まで金融緩和を継続することを約束＜コミットメント＞）が導入され、YCCは指値オペなど大量の長期国債の購入を伴うなど、量的緩和の要素が根強く残っている。植田総裁は、-0.1%の政策金利をそのままにして実質的なゼロ金利政策と強力な時間軸政策という金利政策の枠組みに変えてくる可能性がある。

YCCやマネタリーベースの拡大方針の修正・終了によって、量的金融緩和はゼロ金利政策を補完する位置づけとなる。同時に金融引き締めととられるような金融政策の変更はしばらく封印しそうだ。あくまで金融政策の枠組み変更であり、金利を低水準で安定させるこれまでの金融緩和政策は変わらないということだ。

#### 4. 出口の先も見据える植田日銀

##### ① 25年間のレビューを打ち出した植田日銀

10年にわたる異次元金融緩和からの出口戦略に関心が集まる中、植田総裁は25年間という、より長いスパンでのレビューの実施を打ち出した。

植田総裁は、1990年代後半以降の25年を「物価の安定」に向けた「闘いの歴史」と位置付けている。さらに、その闘いのために打ち出された非伝統的な金融政策は、前例がない状況下で、理論に先行して実践を積み重ねてきた部分もあるとして、それらの政策効果や副作用をこの間の経済・物価・金融情勢などの環境との相互関係の中で理解し、検討する必要があるとしている。

黒田前総裁の異次元金融緩和は、それまで続いてきたデフレ脱却のための非伝統的な金融緩和に、政府・日本銀行の共同声明（アコード）による政府主導の金融政策運営、物価目標の2%への引上げとその実現のための長期国債など大量の資産購入といった異次元性を加えたものだ。

10年間の異次元の金融緩和の出口を抜けただけでは、25年間続く非伝統的な金融政策は終わらない。植田総裁の問題意識は的確だ。

##### ② レビューできない日銀と政府の戦い

しかし、日銀の立場ではレビューできないこともある。この25年は政府と日銀の戦いの歴史でもあった。

デフレが始まって以降の日本の経済政策、とりわけ金融政策を取り巻く環境は「デフレは悪」という空気に覆われていた。「デフレ脱却」が経済政策における絶対的なスローガンとなった結果、デフレ脱却を錦の御旗に日銀に金融緩和を迫ることが常態化する。

2001年の中央省庁再編で経済企画庁を母体の一つに政策官庁として内閣府が誕生すると、日銀総裁も出席する経済財政諮問会議が内閣府に設置され、金融政策へ政府が影響力を行使する場となる。

さらに、政府の景気判断である月例経済報告の中に「デフレ」という言葉を盛り込ませて政府の「デフレ宣言」が出されるようになる。これまで2001年3月と2009年11月の2回出されているが、いずれも日銀に金融緩和を迫る強力な武器となった。

金融政策をめぐる25年間の日銀と政府の戦いは政府の圧倒的な勝利となっているが、こうした状況を日銀がレビューすることはできない。



日銀が政府の強い影響下にある状況は簡単には終わらない。日銀に今できることは、自らの判断で2%の物価安定目標の達成を宣言し、異次元金融緩和をしっかりと終わらせ、デフレとの闘いに終止符を打つことだ。

(本稿は、2023年7月5日に脱稿したものである。)

以上

執筆者紹介

---

**鈴木 明彦(すずき あきひこ) 1959年 東京都生まれ**  
**三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 研究主幹**

**<学歴・職歴>**

- 1981年 早稲田大学政治経済学部経済学科卒
- 1981年 日本長期信用銀行（現 SBI 新生銀行）入行
- 1987年 ハーバード大学ケネディ行政大学院卒
- 1999年 三和総合研究所（現 三菱UFJリサーチ&コンサルティング）入社
- 2009年 内閣府大臣官房審議官（経済財政分析担当）
- 2011年 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部長
- 2018年 同 研究主幹