

低インフレ率のもとで 中央銀行が直面する難題

今こそ問われるべき2%物価目標の意義

みずほ総合研究所
エグゼクティブ・エコノミスト

門間 一夫

先進国では近年、景気が良いなかでも物価が上がりにくくなっている。日本の場合も、そもそも長年にわたり続いてきたゼロインフレの慣性が強い。日銀は、超低金利を長く続けた場合に金融機関の経営体力を奪う「逆効果」の可能性を認識していると思われるが、2%インフレの実現を圧倒的な最優先課題とするなかでどう対応すべきなのか、その政策判断はむずかしい。既存の経済理論は2%程度のインフレ率の必要性を強調するが、金融面のリスクとのバランスをどう考えるのか、先進国の中央銀行は自ら答えを出さなければならぬ。



先進国の物価が 上がらない謎

約10年前のグローバル金融危機を、世界経済はなんとか乗り越えてきた。しかし、その後の先進国経済の成長ペースは緩慢であった。2013年11月にはローレンス・サマーズ教授が、先進国は金融危機前から長期停滞(secular stagnation)に陥っていた、との可能性を指摘して

注目を集めた。長期停滞論を巡ってはさまざまな議論が行われてきたが、いずれにせよ中長期的な経済成長の問題に金融政策で対応することはむずかしい、というのがおおむね共通認識になっている。一方、金融政策は短期的な景気変動には影響を与えることができるので、そのメカニズムを通じて「物価の安定」を保つ役割を担うべきと理解されている。

実際、その役割を果たすため、先進国の中央銀行は量的緩和など極端な手法も用いながら、金融危機後の局面に立ち向かってきた。「非伝統的な金融政策」という言葉も定着した。その成果もあって、世界経済は16年半ばごろから拡大に転じ、長期停滞論も下火になった。ところが、中央銀行にとって肝心の物価がなかなか上がらないのだ。日米

と、米国は1%台前半、欧州は1%前後、そして日本はゼロ近傍にとどまっている(図表1)。先進国の物価が上がらないとひと口に言っても、日本の物価の上昇ペースは別格である。したがって、物価が上がらない理由も、先進国共通のものとは異なるものに分けて整理する必要がある。まず、先進国に共通して、景気が良い割に物価が上がらない理由としてよくあげら

日銀総裁人事、 本田悦朗氏が台風の目に

5年に一度の日銀総裁人事が動き出した。現在の黒田東彦総裁の任期は2018年4月まで。安倍晋三首相の経済政策「アベノミクス」の立役者である黒田総裁の続投が有力視されるが、首相の経済ブレーンである本田悦朗・駐スイス大使は真っ向から異を唱え、自ら次期総裁への意欲を公言してはばからない。人事レース序盤は「本命黒田、対抗本田」の構図だが、終盤にかけてダークホースが急浮上する可能性もある。台風の目となっている本田氏の動向から目が離せない。

続投に確信持てず

「続投だと思うんだが……」。2017年12月、財務省や日銀の幹部に総裁人事の行方を聞くと、一様に歯切れが悪かった。黒田総裁の続投を楽観する声が支配的だった半年前とは打って変わって、その表情は暗い。

13年、デフレ脱却を公約に掲げて民主党（当時）から政権を奪還した安倍首相は、アベノミクス「第一の矢」として日銀に積極的な金融緩和を要求。インフレターゲットに消極的だった日銀出身の白川方明総裁の後任として、財務省出身で当時アジア開発銀行総裁だった黒田氏を選んだ。

黒田総裁は財務官僚時代からインフレターゲットを提唱する論文を英紙に投稿するなど、積極緩和論者で知られる。就任直後

の13年4月、マネタリーベースを2年で2倍に増やす「異次元緩和」を決め、記者会見では「2年で物価2%を目指す」と宣言した。過度な円高は是正され、企業収益も回復。12年12月に始まった景気回復は6年目に入った。

日銀法は再任を禁止していない。安倍首相はことあるごとに「（黒田総裁の）手腕を信頼している。金融政策は任せている」と繰り返している。アベノミクスは「アベ（安倍）クロ（黒田）ミクス」と呼ばれるほどで、黒田総裁再任は盤石と思われる。た。

本田氏就任を警戒する 財務省と日銀

それがここに来て、霞が関や日銀関係者が気を揉み始めたのは、本田氏の動きが原因だ。10月の衆院選後に大手紙が相次いで



日銀総裁人事で台風の目となる本田悦朗氏（写真は本誌のインタビューに応える本田氏、2015年5月）。

「黒田総裁の再任有力」と報じた後、本田氏が反撃に出た。11月上旬にロイター通信やブルームバーグといった外資系メディアの取材に応じ、「デフレ脱却には人心一新が必要」「レジーム（体制）を再構築しない限り、デフレからの完全脱却は無理」と訴え、黒田総裁の再任反対を表明した。

さらに、総裁就任の打診があった場合の対応を問われ、「命を懸ける」と言いきり、日銀総裁に強い意欲を示した。近年の総裁人事で、候補にあがった人物がここまで露骨に意欲を表明するのはきわめてめずらしい。大手メディアが総裁人事報道に慎重になっっているのもこうした背景がある。

「本田さんだけは勘弁してほしい」。これが財務省・日銀のほぼ一致した見解だ。黒田続投支持の裏には、「交代して本田氏

金融庁が「ホワイトペーパー」を発表、 対話路線を強化へ 金融検査マニュアルは廃止し、金融機関に創意工夫を促す

金融庁は12月15日、「ホワイトペーパー」と称される「金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）（案）」を発表した。「金融検査マニュアル」は2019年4月1日に廃止するほか、同マニュアルの「別表」（自己査定・償却・引当の基準）も同日に廃止する。金融庁は金融行政のあり方を制度面から見直すことで、金融機関との対話路線をより強化していく方針だ。

監督指針も大幅に見直し

2017年3月17日に金融モニタリング有識者会議が取りまとめた「検査・監督改革の方向と課題」（金融モニタリング有識者会議報告書）の発表から約9カ月。この間、金融庁は報告書の提言をふまえた具体的な対応方針作りを進め、12月15日、「金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）（案）」（通称ホワイトペーパー）

1）を発表した。

ホワイトペーパーは、これまでの検査・監督のあり方を大きく見直すにあたって、その土台となる基本方針。「内容がきわめて重要」（金融庁幹部）との認識から、意見募集期間を異例の2カ月間（18年2月14日まで）とした。

金融界の関心が高かった「金融検査マニュアル」の扱いについては、19年4月1日に廃止する方針が示された。金融機関の自己査定や償却・引当に関する

チェックリストである検査マニュアルの「別表」も、公認会計

士協会の実務指針と重複する部分が多いことなどを勘案し、同日に廃止する。今後、有識者などで構成する検討会を立ち上げ「別表」の代替案を議論し、18年夏をメドに考え方をまとめる。現状の「監督指針」は、法令

の適用・解釈に関連する部分は残すが、オフサイト・モニタリングの着眼点についての記述は見直す。具体的には、不必要な記述は削除・簡素化する一方、

「内容があまりにも不足していたり、問題があったりするものについては見直していく」（幹部）という。

検査・監督に関する分野別の「考え方と進め方」も示す。たとえば、「コンプライアンス」「マクロ・プルーデンス」「金融仲介」「ITガバナンス」「資産分類や償却・引当」といった項目に分けて打ち出す。「考え方と進め方」よりも仔細なものは、「デイスカッション・ペーパー（DPP）」として金融機関

