

日銀の思考回路を知ろう

「今こそバブル崩壊の教訓を生かせ」

まつぎき たかひろ
松崎 太洋
(しがく総合研究所)

「デフレ脱却」を掲げて日本銀行（日銀）が推し進めてきた大規模金融緩和が終わりを迎えるのではないかという声が金融市場で高まっている。ロシアによるウクライナ侵攻などによるインフレーション（インフレ）で物価上昇率は「2%」とする日銀の目標を上回っているが、果たして本当に日本経済は金融引き締めをしても問題ないのであるか。伝統的な日銀の考え方を概観しながら、望ましい金融政策のあり方を本稿では考察する。

日銀は伝統的に「インフレでもデフレでもない」物価の安定を目指してきた

そもそも、日銀は何を基準として金融政策

のかじ取りを担っているのか。改正日銀法によると「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」としていることから、物価の安定を導くような金融政策を目指していることがわかる。

では、「物価の安定」とは何か。過去日銀総裁を務めた速水優氏は講演で「インフレでもなく、デフレでもない」状態、福井俊彦氏は国会で「平たく言えば、インフレにもしない、デフレにもしない。インフレもよくない、デフレもよくない」と発言している。いずれにせよ物価の安定とは、日銀では「インフレでもデフレでもない状態」を指しているようだ。しかし、そもそも日銀の「インフレ

でもデフレでもない」物価の安定を目指す考え方は諸外国の中央銀行と比べて異質である。たとえば、米国や英国では2%のインフレ率の目標を掲げて金融政策を運営している。イングランド銀行のホームページを見ても、次のような記述がある。

・ 低位で安定したインフレ（＝マイルドインフレ、筆者注）は英国経済にとって良いこととて、金融政策の目標でもある。

・ インフレを低く安定させるため、政府のインフレ目標は2%に設定している。インフレ率が高すぎたりすると将来の支出を計画できず、低すぎたりマイナスタだと物価が下がると皆が考えるため消費を控える。

・ 物価の下落は良いことに思うかもしれないが、全ての人が支出を減らせば企業は倒産するし、人々は職を失うことにつながりかねない。

こうした発想は海外では極めて一般的である。現在の黒田東彦日銀総裁の掲げる「2%

の物価安定目標」はこうした海外の発想とも非常に整合性がある考え方である。逆に「インフレでもデフレでもない」状態を志向して金融政策を遂行してきた黒田総裁以前の日銀の思想は異質なものである。

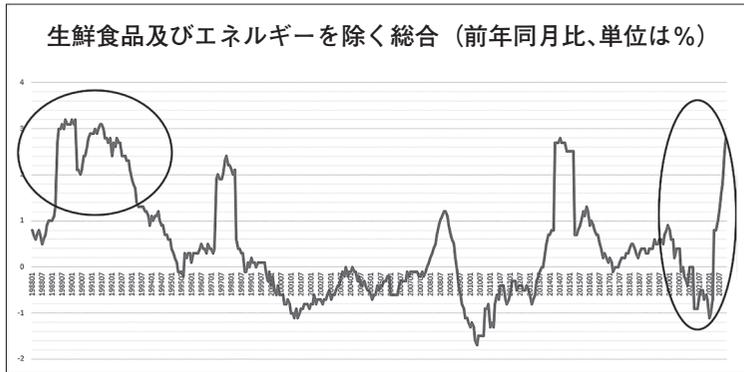
バブルという「マイルドインフレ」をつぶした三重野日銀

なぜ日銀は「インフレでもデフレでもない」状態を志向するようになったのか。大きな契機の一つとして1990年代前半まで続いた「バブル経済」を金融緩和により招いた反省がある。

1985年のプラザ合意による貿易不均衡の是正のため、日本や米国など主要五カ国で為替市場に協調介入した。円高・ドル安への誘導で同年9月22日時点で1ドル＝250円程度だった為替レートは、同年末に1ドル＝200円を割り込んだ。

急激な円高で日本経済は「円高不況」とも

されるのではないかと
の聲が高ま
っている。
ただ、足
元の物価上
昇の動向を
総務省のC
PIの「生
鮮食品及び
エネルギー
を除く総
合」でみる
と、コロナ
以後の経済
低迷でマイ
ナス圏に沈
んでいたな
かウクライ
ナ侵攻後か



ら急上昇している。もつとも、これでも「失われた30年」に入る直前と同程度の水準だ。諸外国のように10%を超える水準で物価が急上昇している状況とは明らかに異なる。

さらにこれは日本国内の需要が膨らんだことによる「デマンドプルインフレ」ではない。バブル期のような国内経済の盛り上がりも、コロナ禍からの回復もままならない状況なのである。

要は、物価上昇率は危惧するほどのインフレの水準ではなく、かつそのインフレも国内需要の拡大によるものではないのだ。バブル期より足元の経済状況が悪いなか、「デフレでもインフレでもない」状態を目指して金融引き締めに向かうのは非合理的だ。安易な金融緩和の修正は、バブル崩壊に始まる日本経済の長期停滞を悪化させ、そして日本の「失われた時」がただただ長引くだけである。間違いない、大規模金融緩和の修正するのは

呼ばれる経済停滞が深刻化した。当時の日銀総裁である澄田智氏は金融緩和を実施したほか、大蔵省（当時）は円高を是正するためにドル買い・円売りで為替介入を実施した。澄田氏の金融緩和の効果もあり、景気はなんとか回復基調に戻り、景気の大きな悪化を避けることができた。

このとき金融緩和と為替介入による円売りで、金融市場に資金が多く滞留することとなった。この滞留資金が株式市場と不動産市場に流入し、株価や不動産価格が急騰。バブル経済と呼ばれる好況の時代に入ったのである。株価や不動産価格の急激な上昇を強く警戒したのが、1989年末に日銀総裁に就任した三重野康氏だ。三重野氏は就任直後から急激な金融引き締めを推し進め、「三重野暴落」と呼ばれる株価の暴落や景気悪化を招いた。結果、バブル経済は終わりを迎え、現在の「失われた30年」につながる日本経済停滞の発端を作った。当時の物価上昇率は2〜3%程度

の「マイルドインフレ」で、諸外国の基準から見ても極めて望ましい物価水準にあった。三重野氏は世の中のモノ・サービスの値段を総合的に表した「物価」を見ていたわけではなく、不動産や株価といった特定の「価格上昇」をみて金融引き締めを実行した。バブルの崩壊とそれに続く日本経済の停滞は「木を見て森を見ず」引き起こされた人災といえる。

バブル期以後、日銀は物価の上昇を招きかねない金融緩和に過度に消極的な姿勢を見せ始める。バブル期の株価の上昇などの反省から金融緩和によるインフレを強く警戒するようになった。異常ともいえる日銀の「インフレ恐怖症」が日本経済を凋落させたのである。

大規模金融緩和修正は「いまではない」

足元でも物価の上昇が大きなたピックになっている。これにあわせ、黒田総裁のもとで進められてきた大規模金融緩和の方針が修正