

岩村充さん

早稲田大学大学院（ビジネススクール）教授

1950年東京生まれ。東京大学経済学部卒業後、日本銀行入行。ニューヨーク駐在員、日本公社債研究所開発室長、日本銀行金融研究所研究第2課長、日本銀行企画局兼信用機構局参事等を経て、現在、早稲田大学大学院（ビジネススクール）教授。その他、国際会計基準委員会委員や政府の各種委員会の座長や委員を歴任。博士(早稲田大学)。



#### 主な著書

『中央銀行が終わる日：ビットコインと通貨の未来』 新潮選書 2016年

『コーポレート・ファイナンス』 中央経済社 2013年

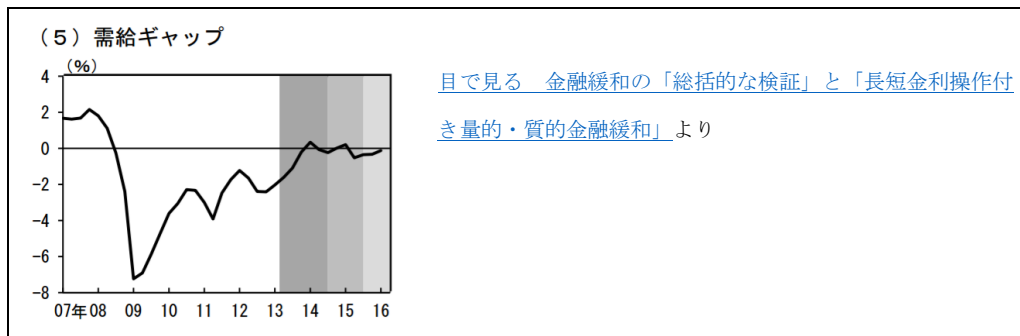
『貨幣進化論—「成長なき時代」の通貨システム』 新潮選書 2010年

『貨幣の経済学—インフレ、デフレ、そして貨幣の未来』 集英社 2008年

片岡： 今回のインタビューは、[前回\(9月6日\)](#)に続き、岩村充さんに、日本銀行の「総括的な検証」(9月21日)についてお伺いします。

岩村： 「総括的な検証」については、マーケットの人たちも色々な感覚を持っており、中には、「何をいまさら」、「自己正当化以外の言葉がない」と本当は腹立たしく思っている人も少なくないと思います。細かい点でも色々あって、例えば、長期金利をターゲットの対象にしているのかという問題もあります。うまくいきにくい、うまくいかないからといって買い続けると、そのリスクはとても大きい…。

その一方で、今回発表された『[「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】](#)』は、分析という意味ではとても良いものです。「需給ギャップは長期平均水準であるゼロ%近傍まで改善」「日本の経済・物価は好転し、デフレではなくなった」と分析し、「2%がうまくいかなかった」ことも認めています。その上で日銀は、2%の目標のために何としても金融緩和を続け、長期戦も辞さないとしています。そこには、「デフレでなくなっているのに、なぜ2%のインフレ目標を維持しなくてはいけないのか」ということが書かれていません。今後、日銀は、この問いに答えていくことになるでしょう。そして、それは重要で建設的なことです。



片岡： 2%の根拠は、元々はどこにあったのでしょうか？

岩村： なぜ、2%なのかは「謎」ですね(笑)。黒田第一弾は、マネタリーベースを2倍、2年間で2%…と全部2が並ぶとわかりやすい…。黒田総裁の2%のインフレターゲットの根拠について、私が経済学者として考えうるとすれば、2%は景気を良くするための数字ではなく、テイラー・ルールによるものであろうということです。自然利子率があまり高くない状態では、物価予想がマイナスになると、政策金利を均衡金利レートまで下げることができなくなって、意図せざる引き締め効果が出てしまいます。しかし、自然利子率の低下をコントロールすることはできないので、ある程度、物価上昇率を高くした方が安心です。つまり、意図せざる流動性の罠に嵌まり込む可能性が減るから、物価上昇率は、ある程度高めの方がビルトインされている方がよい、金融政策が機能するような環境にしたいというわけです。テイラーが提示した2%という数字は、米国の1987年から92年の状況を模範にして作ったもので、この時期米国経済はパフォーマンスがよく、だいたい2%の物価上昇が続いていました。その間、それに見合うような形に金融政策の目的を持ってきたのでうまくいったというのがテイラーの解釈です。つまり、2%は米国の実績値だということです。

テイラー・ルール

$$\text{政策金利} = \text{均衡実質金利} + \text{目標インフレ率} + \alpha \times (\text{実際のインフレ率} - \text{目標インフレ率}) + \beta \times \text{GDPギャップ率}$$

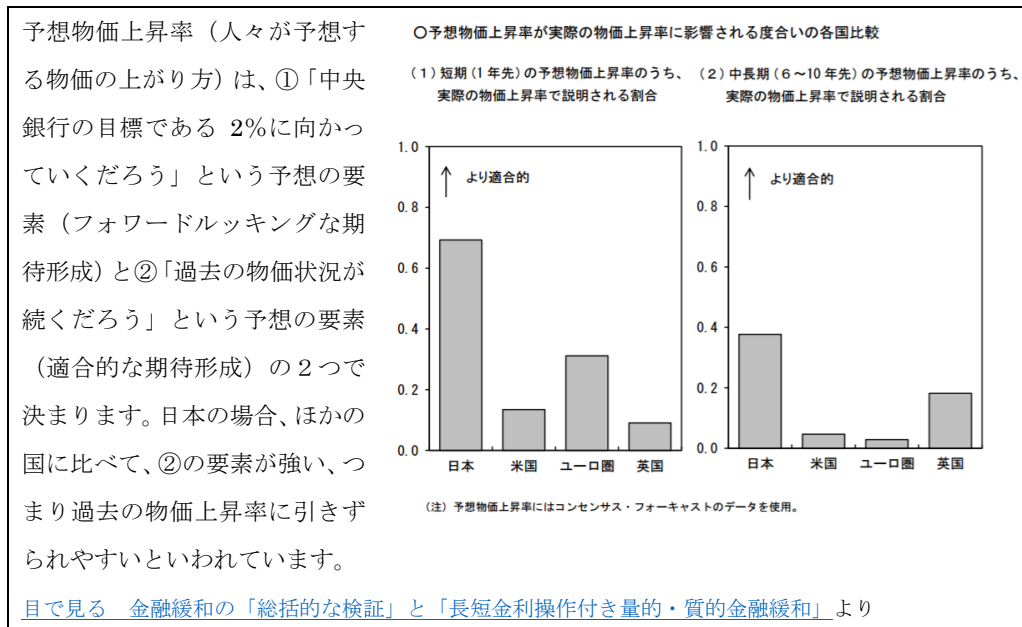
ジョン・テイラーの提案の骨子は、政策金利が「均衡実質金利(≒自然利子率)」に「目標インフレ率」を上乗せした水準で安定するよう維持するのを原則とし、インフレ率が目標を上回ったときには金融を引き締め、反対に景気が冷え込んでGDPギャップ率が大きくなった時には金融を緩和せよというものです。また、テイラーは、米国経済が比較的良好的なパフォーマンスを示していた1987年から1992年のデータを基に、「均衡実質金利=2%、目標インフレ率=2%、 $\alpha=1.5$ 、 $\beta=0.5$ 」という標準的ルールというべきものを抽出しています。

岩村充著『貨幣進化論—「成長なき時代」の通貨システム』2010年(新潮選書)より

そう考えると総括検証の前提シナリオには矛盾が出てきます。ペーパーは、日本は欧米などに比べて、予想物価上昇率の形成において「適合的な期待形成(過去の物価状況が続くだろうという予想の要素)」のウエイトが大きく、その背景には、

例えば日本は春闘など賃金交渉において、エネルギー価格の変動も含めた「前年度の現実の物価動向を参照して賃金決定が行われるといったことがある」と指摘しています。また日本は欧米に比して、環境変化に対してもセンシティブではありません。例えば米国企業に比べると、日本企業は全体的には比較的長期的な視野をもっていますし、労働市場の流動性も性格が違います。そして日本は米国のように、ちょっと景気が良くなると物価が上がったり、悪くなると下がったりもしません。

つまり、金融政策が機能するような環境という意味では、日本の物価は上にも下にも触れにくいから、米国で2%なのであれば、日本の状況を考慮すれば、例えばその半分でもいいのではないかという議論があってもおかしくありません。黒田総裁は2%の目標はグローバルスタンダードだとしてきましたが、理論に基づいて設定するということがスタンダードであって、2%という数字そのものではないはずで



いずれにしても、2%は分析の問題ではなく、政策委員会の決定であって、要するに政策判断なのです。これはスタッフの責任や権限を越えたものです。日銀のスタッフは、たまたま日銀に雇われた集団にすぎず、専門家が専門家の論理で決めてはいけません。微妙な話ですが、豊洲の新市場がそうです。仮に盛土より地下空間の方が優れているとしても、それを専門家の判断で作ることが正しいかと言われるれば正しくありません。それを行うことは民主的な意思決定の危機です。尤も、昔の日銀には、政策委員会の意見を聞きながら、スタッフが金融政策を決める、そういう気風がありました。当時は、実質的に、金融政策を決めているのは総裁、副総裁、そして「丸卓」と呼ばれる理事集会で、各理事はそれぞれの局を代弁する存在でした。しかし、新日銀法に移行するときに、政策の大きな方向感政府や政策委員会で決めるということを受け入れ、代わりに日銀は法的な独

立性を獲得しました。

今回の検証はそうした枠組みには違反していません。デフレが続いているかどうかは、事実判断の問題、なぜ2%が実現しないかは分析の問題、また米国との違いも分析しています。いずれも専門家の領域です。いずれにしても日銀の黒田総裁をはじめ政策委員会メンバーたちは、この分析に納得し、それに基づいて政策決定をしたからこそ、この分析を世に出したわけです。ですから、次に議論となることは、先ほど申しましたように、日本は物価期待形成プロセスには適合的要素が高いとする国情に合わせて、どこまで下げると、日本経済は安定した軌道に乗れるかということです。勿論、やはり2%が必要だと考えるのであれば、そういう説明をすればいい。それは検証の事項ではなく、政策委員会や国会の論戦でやるべき問題で、決定できないとすれば、それは政策委員会あるいは政府の責任です。

今回のペーパーを出すにあたり、政策委員の中にも相当の議論があったと思います。ただ、そうであっても、それを認めて政策決定をしたということが重要です。総括検証の中に、専門家の検証として、「もう需給ギャップはない」「潜在成長率は0%だ」という分析があります。政策委員とはいえ、この分野の専門家である日銀のスタッフの経済学に基づいた分析を覆すことは難しいということだったのでしよう。需給ギャップがゼロになれば、これ以上、期待インフレや目標インフレ率を上を持っていく理由がなくなります。それを突破できる理論を持っていなければ、受け入れるしかありません。今回の検証結果は専門家たちの地道な分析力の成果が現れたものとして、私は非常に心強く思っているわけです。

片岡： 貴重なお話を有難うございました。〈完〉

インタビュー日時 2016年9月23日

> [インタビュー \(2016年9月6日実施分\)](#)

聞き手 片岡秀太郎 プラットフォーム株式会社 代表取締役