時には昔の話を
―日本銀行の多角的レビューに寄せて―

野村資本市場研究所 研究理事　吉岡伸泰

四半世紀

2023年4月、2期10年を務めた黒田東彦氏に代わって、学界出身の植田和男氏が日本銀行総裁に就任した。当時、新総裁への期待として、「これまでの政策の効果と副作用の検証」、「異例の金融政策からの早期脱却」といった課題をあげる外野席の声が多かった。そうした期待に違わず、新総裁就任から1年弱で日本銀行は非伝統的金融政策を終了させ、マイナス金利から脱却した。

金利のある世界へと着実に進みつつある中で、日本銀行はこの四半世紀の政策運営を総括する政策検証にも乗り出している。政策検証は、「多角的レビュー」と名付けられ、日本経済がデフレに陥った1990年代後半からの四半世紀に亘って実施してきた金融政策運営を多角的に分析し、そこで得られた知見を将来的に活用することを目指すものとされている。

現行日本銀行法の施行された期間もほぼ四半世紀となる。日本経済がデフレに陥った時期に新しく船出した日本銀行は、その後のデフレ脱却を巡る様々な政策論争等を経て、政策運営のあり様を変化させていったという経緯がある。激しく変化した四半世紀について、時には立ち止まって振り返ることも有益である。

多角的レビュー

「多角的レビュー」は、四半世紀に亘るわが国の金融経済の動きを検証し、そこで得られた知見を今後の金融政策運営に活用していくことを企図して進められている。わが国経済がデフレに陥って以来四半世紀、日本銀行はゼロ金利制約の下で、海外の中央銀行に先駆けて次々と非伝統的な金融政策の手法を編み出してきた。そうした政策運営に関して、その効果と副作用を含めた金融市場や金融システムに及ぼした影響等が分析の対象となる。「多角的レビュー」は、日本銀行内での分析に止まらず、様々な形の意見交換を行う等、外部の知見の活用を含む大掛かりな枠組みを想定しており、内外有識者を集めた大規模なワークショップや国際コンファレンス等が数回に亘って開催されている。

市中の高い関心を集めているレビューの取り纏めは秋頃となる見込みであるが、ワークショップ開催の成果等を踏まえた関連資料は逐次公表されている。中には、エグジット時に日本銀行が一時的に赤字や債務超過に陥ることを過度に憂慮する見解に対して、政策運営に携わる側の意見を開陳したと受け止められるものもある。「中央銀行の財務と金融政策運営」（2023年12月）では、「管理通貨制度の下での通貨の信認は保有資産や財務の健全性によって直接的に担保されるものではない」ことが中央銀行の特性を踏まえて整然と整理されている。

四半世紀に亘って非伝統的な金融政策が続けられてきたわが国特有の事情についても、「多角的レビュー」で分析の対象となる筈であるが、こうした事情については最近、「デフレ的なノルムが存在したため」といった解説を耳にすることが増えた印象がある。「ノルム（社会的な習慣、規範意識）」という言葉は倫理や道徳を連想させるが、「デフレとの闘い」よりは「デフレ的なノルム克服への努力」の方が、難路に挑んできた日本銀行の姿をより明瞭に活写しているように感じられる。「1990年代以降の経済のグローバル化やわが国の少子高齢化といった様々な環境変化が企業や家計の行動や賃金・物価形成メカニズムなどに及ぼした影響」についての分析を踏まえた、ノルムの生成・定着の背景等についての理論的な整理を心待ちにしている。

少し違う角度から見える景色

理論的な分析という視点から離れた話題となるが、「多角的レビュー」が対象としている

四半世紀は、日本銀行の独立性の強化等が盛り込まれた現在の日本銀行法が施行された時期と重なっている。新しい船出の劈頭から、日本銀行はデフレと金融システム不安への対応という重い課題に直面し、様々な形の政策論争等に対処していく中で、政策運営の姿を変化させていったとみられている。

1997年の日本銀行法改正時の大きなテーマの一つは、「独立性と透明性」だった。金融政策運営は高い専門性を求められる分野であることを踏まえて、運営主体の独立性を高める一方で、国民に対する説明責任の強化を図ることが適当と判断された。これは、当時の欧州を中心とした中央銀行制度見直しの潮流に倣った対応であるが、「世界的な潮流への調和の必要」という表の理屈だけで法改正が推進されたとは考え難い。「当時の連立政権内の政治力学が日本銀行の機能を強化する方向に作用した」という指摘は少なくない。

「伝統的にインフレファイターとして振舞ってきた中央銀行はデフレ対応を軽視しがち」といった猜疑心は法改正時から永田町を中心に燻っていた。デフレの長期化に伴ってその弊害が強く認識されるようになり、デフレ脱却が重要な政策課題の一つにまで昇格していくことに比例して、日本銀行に対してデフレ脱却に向けて役割を果たすよう求める声が強まっていった。2000年と2006年に日本銀行は金利引き上げに動いたが、結果的に「デフレが続く中で政策変更は早すぎた」と評価され、国民の信頼を弱める方向に作用したことは否めない。

「多角的レビュー」に関連して開催された第１回ワークショップで、出席した政府関係者から、「2013年の量的・質的金融緩和（QQE）期以前と以後では金融政策運営が異なっている」という趣旨の発言があったとされる。2012年12月の総選挙で金融政策運営の変更を政権公約に掲げる勢力が勝利し、それを契機に路線転換があったことを指すものと推察される。この時に日本銀行と政府との政策連携を強化する枠組み「政府と日本銀行は共同声明を出し、デフレからの早期脱却という目標に向かって各々の政策を遂行していく」が採用され、今日まで続いている。

現行日本銀行法では、金融政策の独立性が強化される一方で、金融政策は経済政策の一環をなすものとの理解を前提に、「政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」とされている。法律に従って相応の対応がなされてきた筈であるが、デフレの長期化を背景に世間の要求水準が切り上がっていったことに十分な目配りがなされていなかったのかもしれない。いずれにせよ、2%の物価目標の導入等を巡って長く続けられた議論を決着させたのは、学界における論争の帰趨ではなく総選挙を通じて示された民意だった、というのが事の顛末である。

おわりに

日本銀行は、非伝統的な金融政策の遺産と向き合いながら、この四半世紀の金融政策運営の総決算を進めている。金利のある世界への歩みが慎重すぎると指摘する向きも存在するが、そうした対応はこの四半世紀に得られた様々な教訓を踏まえた合理的なものと理解できる。

ただ、この四半世紀を振り返ると、外部環境の変化次第で信頼というものはたやすく移ろい、不変と期待された使命の中味さえ変質する、ということが繰り返されてきたように感じる。先例に倣えば、デフレ脱却という使命を果たした先に待っている景色を予見することは容易ではないと思われる。金利のある世界に戻れば、新たな利害対立の構図が復活し、求められる使命の中味がさらに変質する可能性がある。そうした状況になれば、民意の秤の傾きの変化に敏感な筋から、新たな圧力が働くことも起こりえよう。

この四半世紀の間にあった政権交代の前後に、ある著名な政治家が、「変わらずに生き残るためには自ら変わらなければならない」(注) という映画のセリフを引用して話題となったことがあった。初志貫徹と臨機応変のバランスに常に腐心する政界の心得と中央銀行の行動原理が同じ訳ではないが、変転極まりない世の中で不変の使命を達成していくうえでは、様々な変化の兆候等を見逃さず、必要とあれば変身を厭わない姿勢が大切、という点は幾分似ているかもしれない。

(注) “We must change to remain the same.” ルキノ・ヴィスコンティ監督『山猫』（1963年）より。