



ジャパン・スポットライト 日本のキーパーソン 独占インタビュー

(インタビュアー：加藤創太 東京財団政策研究所 研究主幹)

2023年12月20日インタビュー実施

Japan SPOTLIGHT 2024年3/4月号に英文記事掲載

(URL: [https://www.jef.or.jp/journal/pdf/254th\\_Exclusive\\_Interview.pdf](https://www.jef.or.jp/journal/pdf/254th_Exclusive_Interview.pdf))

## 「異次元の金融政策の背景と今後の金融政策の方向性」

ジャパンス・ポットライトでは、本号より毎号、海外においてもその発言が注目される各界リーダーにインタビューし、世界の関心事項にお応えする。

第1回目となる2024年3/4月号では、異次元の金融政策で世界中から注目された黒田東彦前日銀総裁（現政策研究大学院大学特任教授）に、弊誌編集委員である加藤創太東京財団政策研究所研究主幹が、日銀の異次元の金融緩和の背景と、今後の政策の方向性などについて伺った。世界に例のない日本の金融緩和は、今後とも持続するだろうか？

### 「壮大な実験」の教訓？

**加藤** 総裁ご在任中に取られた異次元金融緩和は、「壮大な実験」と言われていました。海外からの関心も高く、非常に先駆的な試みだったと思います。他国の教訓となる点をいくつか教えていただければと思います。

**黒田** 日本の場合は、1998年から2012年まで15年間、デフレが続いたわけです。この15年間のデフレの消費者物価の動向を平均的に見ると、マイナス0.3%ぐらいでマイルドなのですが、15年のうち10年はデフレでマイナスの消費者物価上昇率で、プラスのときが4、5年あったというだけでした。

15年続いたわけですから非常にしつこく、このような例は、先進国では全くないのです。その間、実は賃金は平均するとマイナス0.9%の上昇率で、つまり、毎年平均して1%ずつ下落していました。賃金も15年のうち10年以上がマイナスなのです。そういう非常に異常な状態が続いておりました。

この間、日本企業は、正規社員はレイオフせず、非正規の人をやめさせています。非正規社員のレイオフは失業統計に出てきにくいので、失業率はこの15年間5%程度なのですが、

実態はもっと悪かったのです。

さらに、企業は正規の職員を抱えているだけで大変なので、新しい人を採用しないということで、この15年間は俗に言われる就職氷河期です。

そのような異常な状態が15年も続いたということで、異常なデフレ、異常な雇用の悪化から脱却するために、2013年から量的・質的金融緩和を行ったのです。

欧米諸国も日本のそのような異常な事態になれば、日本と同じようなことをやらざるを得ないかもしれません。教訓というのではなくて、もし、そのような状況に欧米もなったら、恐らく、日本銀行がやったような量的・質的金融緩和を行ったと思います。

したがって、日本特有の異常な事態に応じた対策であるので、他国への教訓になるようなものではないのです。

他の国は誰もやっていないので異次元は異次元ですが、特筆すべきは15年続きのデフレが異次元だから、それを脱却するために、まさに異次元の金融緩和が必要だったということです。欧米の中央銀行総裁だけでなく、さまざまなエコノミスト、ジョセフ・スティグリッツであれ、ポール・クルーグマンであれ、ラリー・サマーズであれ、いろいろな人とも話しましたが、15年続きのデフレという状況に対抗して、それから脱却するためには相当なことをやらなければいけないということを、非常に良く理解していただいたと思います。

## 異次元のデフレの背景

**加藤** 異次元緩和は異常な状態に応じた特殊な対策だったということですが、ではそもそも何故そこまで異常な状態（デフレ）になってしまったのでしょうか？

**黒田** 何よりもまず、90年以降、バブルの崩壊で金融機関の不良債権がたまって、その処理が非常に大変で、10年がかりでやった。それによって、2000年代には、日本の金融機関は資本も流動性も十分にあるようになったのですが、バブル崩壊の経験から、リスクを取らない、投資をしない、そのような投資に融資しないというように、非常に縮こまった経営をするようになりました。

企業も、バブル崩壊の中で、様々な整理をした後で、なかなか設備投資意欲が湧いてこない上に、金融機関がそもそも非常に消極的で、リスクを取らなくなっていたのです。

更に、日本銀行の金融緩和が不十分であったこともあります。もちろん、それぞれの総裁の下でいろいろなことをされたのです。例えば速水総裁の下でゼロ金利政策や量的緩和を行い、それから、一番大きな功績があったのは福井総裁のときに量的緩和を莫大に拡大して、その上巨額の円売り、ドル買い介入が合わさって、一種の非不胎化介入となって、異常な円高が止まって、為替が安定しました。その下で、物価も少し息を吹き返してきたということがあったのです。

白川総裁のときには、リーマン・ショックがあり、東日本大震災があり、それに対していろいろな包括的緩和などを行いました。

相当いろいろなことをされており、それらは必要だったし、適正だったとは思いますがそれでも、やはり十分ではなかったのです。金融機関がシュリンクしてリスクを取らないところへ持ってきて、日本銀行が十分に金融を緩和しないという中で、企業のリスク回避が続いて、それで物価は下がる、賃金はもっと大きく下がるという状況に、その15年間、落ち込んでいたのです。

80年代後半のバブルというものがなぜできたのかと言われると、私は三つほどファクターがあると思っています。

一つは、80年代の初めごろの不況に際して、公共事業を莫大に増やして、それがまた、地方への観光業の投資などに波及し、また、東京は、金融センターになると言われて、東京への不動産投資も増えました。

不動産価格は、80年代の前半から上がり始め、株は80年代後半に上がり出します。そのような素地があるところに、80年代の初めから円ドル委員会で金融規制緩和を行ったのです。利子も自由化する、銀行の業務も自由化する、短期の資金のマーケットを拡大するなど、あらゆる意味で金融規制を緩和していったわけです。

更に、80年代後半は、プラザ合意をきっかけに、異常な円高になって、止まらなくなった。ルーブル合意で止めようとしたのですが、全然止まらない。そのような中で、円高対策で、金融政策も財政政策も、さらに拡張する。当時のマクロ経済のパフォーマンスは絶好調で、80年代後半は5%の平均成長で、物価は円高のために抑えられて、80年代の最後のときでも2.3か2.4なので、インフレなき5%成長が5年続いたのです。

企業も金融機関もその中で、大規模な投資をし、株は顕著に上がって、89年には、3万9,000円ぐらいまでになったのです。

このような背景で、金融当局は、金融緩和がバブルをつくってしまったという反省から、89年末に就任した三重野総裁は、バブルつぶしに走るわけです。バブル崩壊で、株価は一挙に下がるのですが、地価はなかなか下がらない。日銀も、金融緩和するとバブルを引き起こすことになるのではないかという懸念を、ずっと引きずることになりました。

従って、90年代を通じて、財政はいろいろやるのですが、金融は遅れがちだったのです。その上、1998年に新日銀法ができて日銀が完全に独立した後は、ますますそうなって、それが染みついてしまったのです。

経済状況も、金融状況も変わっているので、徹底した緩和をしないと、委縮した経済は良くならないのです。しかし、三代の日銀総裁はそれなりのことはやってきたのですけれども、不十分だったのです。そのために、賃金物価下落の悪循環ができてしまい、雇用情勢は戦後最悪となったのです。

そこから脱却するために、それまでやっていた量的緩和もやったし、ゼロ金利政策もやったし、包括緩和と言って社債を買うようになり、更にそれを一段大きくして、まさに量的・質的金融緩和で、長期国債を大量に買うことで、マネタリーベースを2年で倍にしました。それによって金利全体を引き下げて経済を活性化させるということをしたのです。

異次元のデフレ状態を踏まえて、やらざるを得ないということをしたのです。2%の物価安定目標を決定したのは私ではなく、白川さんのときに2013年1月に決定して、しかもそれを政府との共同声明に盛り込んで、できるだけ早期に2%を実現するために金融緩和をするということまで決めていたわけです。

私が2013年3月に総裁になって、4月の最初の金融政策決定会合のときに、量的・質的金融緩和を打ち出しますが、その前に審議委員、スタッフも含めて、色々ご意見を頂きました。金融政策の効果が出るのは、2年ぐらいのタイムラグもあり、精いっぱい緩和しても2年後ぐらいにしか、目標の2%に近づけない。しかし、さまざまなマクロモデルを使って検討し、どれぐらいのことをやればいいのか議論しました。

1月に2%の物価安定目標を決めたときには、二人の審議委員が反対したわけですが、4月の

量的・質的金融緩和は全員サポートしました。全員一致で決めたのです。

その中身はもちろん、それまでやっていたこととは、規模も大きいし、質も変わっているのですけれども、基本的な考え方というのは、あくまでも15年続きのデフレから脱却し、日本銀行として2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するとコミットしているわけです。

## 現在の世界経済、日本経済の評価

**加藤** 次に、現状についての質問に移りたいと思います。

現在、世界的にはデフレ基調からインフレ基調に、少なくとも短期的には転じていて、さらにもう少し継続的に転じるのではないかという感じに全体としてなっていると思います。世界経済のデフレ経済からインフレ経済へという転換についてのご見解と、今後の見通しについてお伺いします。

**黒田** いろいろな欧米のエコノミストや元中銀総裁にも会いましたが、基本的に長期に渡る金融緩和は終わったという考えが支配的です。ウクライナ戦争が22年に始まって、小麦やエネルギー価格が暴騰して、コロナからの回復状況で物価が上がりつつあったところにそのようなことがあって、一挙にインフレ傾向になったので、金利を上げて金融の引き締めを2022年から、先進国はいっせいにやるわけです。

過去10年以上は金融緩和基調でしたが、現在はそのようなフェーズが終わったというのが欧米では常識です。

他方、高いインフレが続くということではないので、今の金融の引き締めで、欧米ともインフレ率は低下していったら、2024年か2025年辺りかで2%程度で落ち着くという考えが欧米では支配的です。

ただ、日本は少し違うのです。日本は先ほど申し上げた量的・質的金融緩和で、2014年に物価上昇率は2%ぐらいになったけれども、その後、また落ちた。それは、一つには、消費税の導入前の駆け込み需要と、その後の反動などもあったのですが、物価は上がったけれども賃金が少ししか上がらない、つまり実質賃金が下がってしまっていることが大きいのです。そうすると、消費がマイナスになってしまって、一時は2%近くまで行った物価がまた下がってきたということで、量的・質的金融緩和をまた拡大せざるを得なかったのです。

その次の大きな変化は、2016年1月にマイナス金利を導入したことです。これは石油価格が2014年の100ドルくらいから2015年には50ドルになって、2016年の1月には30ドルとなって、この値下がり、大きなデフレ的な影響を与えました。さらに、中国の人民元が大幅に下がった結果、中国はデフレを輸出するような形になります。

この両面から、量的緩和を拡大するだけではなく、金利全体を引き下げなければいけないということで、2016年1月にマイナス金利を導入し、さらに9月にはイールドカーブ・コントロールという形で、マイナス0.1の政策金利と、10年物国債金利を0%程度にするということで、なだらかなイールドカーブを実現するようにしました。

コロナのときは消費が大きく落ち込んで、物価も下がってしまったのですが、その後、少し戻ってきたところで、今度はウクライナ戦争で小麦やエネルギー価格が上がり、また円安もあり、2022年には、輸入物価が40%以上上がったのです。これは当然、消費者物価上昇率にはね

返ってきて、一時は4%になっていましたけれども、今は3%くらいになっています。

欧米と違って、ほとんど全て輸入物価の上昇が消費者物価に反映して上がっているのですが、輸入物価は今マイナスになっていますし、これからは石油価格などが上がるという状況はないですから、そうするとだんだんと消費者物価が落ち着いていくと思われれます。賃金も上がらない、物価も上がらないという社会的慣行が2015年のデフレ期以降に組成され、企業側も組合側もそのようなマインドセットになっていたのですが、これがウクライナ戦争で壊れて、消費者物価上昇率も一時は4%まで行ったということです。2023年の春闘も3.6%という、30年ぶりの高い数字になっていますが、賃金率の引き上げという面では2%台半ばなので、物価が3%上がっても、まだ実質賃金は下がっているのです。

ただ、そこに歯止めが起りつつあって、2024年の春闘では賃上げが4~5%ぐらいになりそうで、そうすると賃金率も3%上がります。労働生産性の上昇率はだいたい1%ぐらいなので、2%の物価安定目標が持続的・安定的に達成されるためには賃金が3%ずつ上がってくれないと困る。それが、本当に2024年の春闘で実現する可能性が出てきているのです。

こうして物価が安定的に2%上昇に向かうようであれば、これ以上の金融緩和を続ける必要はないですから、当然、金融の正常化を始め、政策金利を中立レートに向けて少しずつ上げていくこととなります。そうすると国債金利も上がっていきます。

ただ、量については、バランスシートを縮めるかどうかというのは、またもう少し先の話です。マーケットの状況を見ながら、緩やかにバランスシートを縮小していくということになります。

日本の場合には当然、政策金利を上げていく。ただ、引き締めではないですから、当分の間は4%や5%になるはずではないのです。ノーマルにする、ということです。

そして、量的な引き締め、Quantitative Tighteningは、政策金利が上がった後だと思いません。しかも緩やかにやるということだと思いません。

基本的に欧米では、それはアジアなどもそうですけれども、今はノーマルな状況に戻りつつあり、十数年も続いた金融緩和は異常な事態で、この先はもうないというのが定説です。

ただ日本については、90年からバブル崩壊やデフレという異常事態が30年続いたので、欧米とは、事情が違っているのです。完全にこの異常事態から脱却したと言えるためには、やはり2024年の春闘が一つの鍵でしょう。

## 日本における物価、賃金に対するノルム(社会規範)

**加藤** ご退任の会見の際に、物価や賃金に対する日本社会のノルム(社会規範)の強さを、物価の2%上昇を安定的に達成できなかったことの要因として挙げられていました。黒田前総裁は物価2%上昇を実現するため、様々な施策に非常に果敢に取り組んでこられたのですけれども、最近の物価上昇のきっかけになったのは、コロナ禍やウクライナ戦争などの外生的なショックです。実施されてきた施策では、どうしてもやはりこのノルムを転換しきれなかったということなのではないでしょうか。

**黒田** 確かに賃金も物価も上がらない、特に賃金が上がらないというノルムは、なかなか、変わりません。2013年からコロナが始まる前の19年までは、物価は1%前後上がるのですが、賃金

はそれ以下のところを這っているという状況でした。ただ、雇用は400万人増えて、失業率は2.5%ということで、雇用情勢は大幅に改善して、物価もそれなりに上がるのだけれども、2%までは行かない状況でした。その状況が、コロナのショックとウクライナ戦争のショックで変わったという面はあります。

他方で、異次元緩和などを通じて、企業収益が倍増して、雇用が400万人増えたという状況まで行っていたので、コロナ禍とウクライナ戦争が続いても、スタグフレーションにならないで済みました。そのような下地ができていないところにウクライナ戦争で小麦やエネルギー価格が上がって円安になったら、経済はインフレで成長率は大幅マイナスになっていたと思います。

ただ、ノルム自身については、8年間やってきたけれども、15年続きのデフレの中で醸成されたノルムはなかなか壊れなかったということが言えます。

ただ、ノルムがあるから、物価目標を、2%を諦めて1%にしていたらよかったかという、そうではないです。

**加藤** ノルムというのは、学術的には一種のナッシュ均衡であって、みんなの意識や行動が合致している状態で、そこから外れるとみんな損をするからそこに居着いてしまうというような状態かと思います。そのような均衡点のようなものが複数ある場合、経済社会的に望ましくないノルム（悪均衡）で落ち着いてしまうこともあって、それがデフレ下の日本の経済社会におけるノルムだったというご認識だと思います。

他方で、このデフレ下の日本のノルムが、決して非合理的なものではなく、経済社会情勢を的確に反映した合理的なものだったという見方もあるのではないのでしょうか。人も企業もみんなが本当に先行きを不安視し、「この先日本は人口減少するし、良いことはないから、投資しても賃上げしても消費しても仕方がないから、今のうちため込んでおいたほうがいい」、「企業はどうせイノベーションなどできないから価格維持（か値下げ）で利益を確保するしかない」など、みんながマイナス思考になって、均衡しているという状況です。こうした状況が、人や企業の的確な状況判断に基づいた合理的なノルムだとすると、政策で一度はノルムを崩すことができて、また元に戻ってしまうということがあります。

現在の日本社会のノルムは、人口はこれからも減少するし、とにかく日本の経済の先行きが駄目だから誰もが消極的になっている、という現状に沿った合理的なノルムだという見方は成り立たないのでしょうか。

**黒田** それは全くナンセンスな議論です。人口が減っているところは、韓国も台湾も減っているし、ヨーロッパの国もドイツのように移民が人口の25%いるようなところは別として、多くの国で人口が減っているけれど、全然デフレにはなっていません。

人口が減ったらデフレになるというのは、嘘です。むしろ、人口が減るということは確かに消費需要は減るけれども、他方で供給力も減るから、デマンドとサプライとの両方が減るので、必ずインフレになるとか、デフレになるということは言えないのです。

たまたま、日本が1995年から生産年齢人口が減って、2001年ごろから人口も減ってきて、特に15年間続いたデフレのときに強く意識されたのですが、人口が減っているところで量的・質的金融緩和を導入後に、400万人も雇用が増えたのです。

ただし、潜在成長率に対して人口が非常に効いてくるのは確かです。例えば日本とアメリカの潜在成長率は、米国が1.5から2だと言われて、日本は0.5から1だと言われているのです。そ

の差は1%というのは、人口の増加率の差です。アメリカは毎年、0.5%くらい増で、日本は0.5%マイナスだからです。

それからドイツとの差も、ドイツの潜在成長率は1~1.5と言われて、日本は0.5~1と、その差は0.5ですが、これも、ドイツは人口がほとんどフラットで、日本は0.5%減っている。その差額がちょうど中期的な潜在成長の差に近いのです。

だから、人口のダイナミクスが、中長期的な潜在成長率に大きく影響することは事実なのです。ただ、それだけで決まるわけではなくて、たまたま日米独の労働生産性の伸び率が、この10年、15年、あまり変わらないから、その間の潜在成長率の差がほとんど人口の増減で説明できているのです。不可避免的にそうなのかといえば、そうではないでしょう。

**加藤** 賃金を上げない、価格を上げない、投資しない、といったノルムができていて、みんながそれに凝り固まっていると、1人だけ、1社だけ外れると損をしますね。

**黒田** 確かに金融機関も、リスクテイクしてもいいことがないと思っていたのでしょうかね。

企業のほうも、バブル崩壊に懲りて、新規投資をしない。そのような中で、価格は上げないし、下げるだけ、労働者も雇用を守るのが重要目標で、ボーナスを中心に毎年1%近く賃金が下がっていく悪循環に陥ってしまっていたことは事実だと思います。

**加藤** 悪いノルム（悪循環）で均衡してしまっているのを良いノルム（好循環）へ移すためには、政府や日銀が非常に重要な役割を果たす余地があると思います。1社だけ賃金や価格を上げても競争で負けてしまうのでは、やはり、ある程度は政府や日銀が介入する余地があると思うし、日銀は金融政策の面で、黒田総裁の下で積極的にやられていたという印象です。

ただ、日銀は突っ走っていましたが、他の2本の矢、特に構造改革などの三本目の矢が、時間はかかっても、追い付いてこないと行けなかったのではないのでしょうか。

経済全体を悪いノルムから転換させるという意味で、日銀だけではない他の政府の機関や政府の政策などが連携して動くことが、もっと必要ではなかったのでしょうか？日銀が孤軍奮闘しているように感じたのですが。

**黒田** そうでもなくて、アベノミクスの中ではご承知のように女性活躍を支援するとか、子育て支援を拡大するとか、他方で、GXやDXに対して租税特別措置を拡大したりと、いろいろなことをやりました。現に400万人の雇用が増えたうちの大半は女性です。

それから、賃上げについては、野党ではなくて与党の自民党が毎年連合と組んで賃上げ運動をやっていたわけです。それだけ安倍政権としては、構造改革とか、財政的な支援とかも含めて行い、その結果が、雇用の大きな改善や投資のある程度の回復に結び付いたのです。

ただ、賃金—物価の好循環の上昇までは行かなかったのです。物価のほうはある程度上がっても、賃金がなかなか上がらない。悪循環の中で培われたマインドセットがなかなか簡単には壊れなかったということです。

**加藤** 欧州などでは、労働組合なども入って一緒に政策をコーディネートしていこうというネオ・コーポラティズム的な伝統はあるのですが、安倍官邸でもそのような動きはあったのですね。

**黒田** そうです。それに、経団連も一緒にやっていたわけです。ですから、経団連と連合で、十分に話し合いもしているし、政府も後押ししたけれども、やはり、15年、毎年0.9%ずつ賃金の下がるということを経験し、物価もわずかだけれども少しずつ下がっていくという経験をした組合側、あるいは企業として、なかなかそれ以前のところまで戻っていかなかったのです。

ウクライナ戦争で輸入物価が4割以上上がって、消費者物価が4%までいって、春闘も30年ぶりに3.6までいくという形で、最後の障壁が剥がれてきたのが現状です。

来年で物価を超える賃上げが成立すれば、完全にノルムが壊れ、そして2%の物価上昇目標が安定的、持続的に継続できると確信できるようになると期待しています。

## 円安の要因は何か？

**加藤** 現在の円安について、金利差や日本経済の成長力、その他いろいろな要因があるかと思います。これはどう考えればいいのでしょうか。

**黒田** 私が10年間日銀総裁だった間も、9年間は、ほとんど奇跡的に1ドルイコール110円プラスマイナス10円の範囲内で安定していました。15年のデフレの後で、競争力も疑われる、成長能力も疑われる、デフレからもなかなか脱却できないという中でも、為替は110円プラスマイナス10円でもっていたわけです。2022年の2月24日にウクライナ戦争が始まった日も、1ドル115円だったのです。

従って、日本経済の競争力がなくなったから円安だというのは全くの嘘偽りです。そのようなものでは全然説明できないのです。

もちろん為替レートを中長期的に見れば、経済のファンダメンタルズによって決まってくるのは常識です。ただ、2022年の2月から始まった円安をそれで説明するのは適当ではありません。

他方で、直接的な為替の需給でよく注目される経常収支は、貿易収支が赤字になっても黒字拡大しているのです。それにも拘わらず、なぜ円高にならないのかは、経常収支の中で、貿易収支やサービス収支は赤字になっても、対外資産が大幅に増えているので第一次所得収支の黒字が大幅に増えているからです。

海外に直接投資したものや、間接投資したもののリターンが所得収支に入っているのですけれども、その海外で稼いだお金を本国に送ってくるかどうかは別の話です。経常収支は大幅に黒字ですが、その大半が為替市場に戻ってきているわけではないのです。

経常収支と為替がリンクしないので、資本収支を見ると、直接投資、間接投資、一番大きく、短期に動くのは間接投資の話ですから、これらに影響する金利格差が拡大してきていることが注目されます。

2022年、アメリカは8%、ヨーロッパは11%のインフレで、急激に、一気に、大幅に政策金利を上げましたが、日本はイールドカーブを変えていないので、金利格差が拡大して円安になったという説明があります。

私はその金利格差論を全く信用しないのは、そのときに持ち出す金利格差とはどの格差なのか、短期金利格差なのか、長期金利格差なのか、カバー付き金利なのか、あるいはそうでないのか、によって結論が異なるからです。



また、ドルとの関係だけなのか、ドルやユーロ、人民元との関係なのか、によっても別の話になります。

私は為替の予測はしないことにしていますけれども、確かに今、日本経済は絶好調で、2022、23、24年と、1%台の成長が続くということで、日本の潜在成長率は0.5~1の間ですから、潜在成長を上回る成長がずっと続きます。企業収益も、今やバブル期を超えて史上最高です。労働市場は最もタイトで、人手不足になっているという中で、現在の円レートは、明らかに円安過ぎるので、どこかで壊れて、110円プラスマイナスぐらいのところにもた戻ってしまうと思います。ただ、いつ、どのように行くかはそのとき、そのときのマーケットの状況次第ですから、何とも言えません。

私はいつも言っているのですけれども、金利の予想というのは簡単で、基本的に中央銀行の金融政策を予想すればいいのです。普通、中央銀行は政策金利をコントロールしているように見えますが、当然、中長期的の金利に対する波及も考えてやっているもので、全て、短期金利であろうと、長期金利であろうと、中央銀行がどうするかということ予測すれば当たるのです。

株値の予測も難しそうに見えますけれども、基本はやはり企業収益の予測ですから、今年や来年くらいの企業収益の予測は簡単ですから、株値の予測も簡単なのですけれども、為替レートの予測というのは、およそ当たりません。期待とか投機とかが絡んで、分からない。最後の一つの要素として、政府の介入ということもあって、これも全然予測できない。だから、為替は予測しないほうがいいのですよね。

**加藤** 先ほどは、国内のインフレ率の話もすでにだいぶお話しただけですが、今後、例えば物価上昇率が安定的に2%になるかどうかはまだ確かに確実な道は見えていないと思います。ただ、若干の希望が見えてきているというのが、今の状況だと思います。

**黒田** そうです。日本が、欧米と全く違うのは、欧米はインフレで、金利を急速に、大幅に引き上げるといって金融引き締めなのですが、日本はそのようなインフレの状況にはないので、金融引き締めではなくて、物価上昇率2%が安定的に達成されるということで、金融緩和の必要はないので、ニュートラルなところに戻していくということです。ニュートラルレートに向けてゆっくりと金利を上げていけばいいということです。

家計は、日本の家計自体は2000兆円くらいの金融資産を持っていて、全体としては預金金利は上がっていくので、ベネフィットを受けます。

企業も、日本の企業は、現預金を沢山持っているもので、少々金利が上がっていても、どうということはないのです。

一番影響を受けるのは、政府です。政策金利が徐々に上がっていくと、国債金利も上がっていくので、借換債や新発債の金利が影響を受けます。

2000年ごろは、国債の平均金利は、短期から長期まで全部で2%弱だったと思いますが、そうになると、国債の利払いは30兆円になります。だから、防衛費を5兆円増やすとか、子供子育てで3兆6000億円というようなこととは次元の違う、大幅な歳出増加要因になります。

## 日銀の債務超過の可能性など

**加藤** 今後金利を引き上げていくと、日銀が、準備預金の利払い増などによって債務超過になる可能性などが言われています。債務超過になること自体は大きな問題ではないと思いますが、会計上には表れない国債の大きな「含み損」などを抱えたまま、金融政策の目的、例えばインフレ抑制などの役割を、市場の信認を維持しつつきちんと果たすことが出来るのでしょうか？

**黒田** 日銀とFRBとECBは、資産について時価評価していませんから、資産超過になることはほとんどありません。でも、赤字にはなります。FRBもECBも、今、赤字ですので、国庫納付金は払いません。

債務超過になっている中央銀行は、今、足元でオーストラリアの中央銀行です。オーストラリアはなぜか知らないけれども、全資産を時価評価することになっているので、金利を上げていくと持っている国債がキャピタルロスになるのです。

日銀やFRB、ECBは、国債について時価評価していません。ただ、政策金利を上げていくと、準備預金に対する利払いが増えていく。他方で、国債の金利がそれと同じくらいに上がっていったら、再投資でより高い金利の国債に入れ替わっていくテンポと準備預金に対する利払いのテンポの違いで、日銀が赤字になるかどうかが決まります。

国債の金利のほうが上がっていけば、支払期日が来たものをどんどん高い国債の金利のものに変えていきますので、赤字にならないかもしれない。しかし、政策金利のほうが先に上がると、支払期日が来るのはゆっくりしか来ないので、高い金利のものに変えていくペースが遅いということになると逆ざやになって、赤字になって、国庫納付金が払えなくなるということなのです。FRBもECBも、急激に政策金利を上げましたから、利払い費がドンと増えるのだけれども、国債のほうは急に金利の高いものに再投資していく。時間がないので、赤字になっているわけです。

日本は、債権取引損失引当金というものをつくって、準備預金の利払いと国債の運用収入の差額分の半分を、毎年、積み立てていっています。従って、逆ざやになることがあって、赤字になっても、それを取り崩していけるので、国庫納付金がいきなりゼロにはならないし、ゼロになることがあったとしても期間が短くて済みます。

**加藤** 中央銀行の債務超過についての最近のBISのレポートでも、債務超過など気にする必要はない、逆にそのことで揺れたら信用を失うから、それが一番まずいといった内容でした。そういうことですね。

**黒田** そうです。現在、オーストラリアの中央銀行は赤字ですが、毅然としています。

## 政府と日銀の関係について

**加藤** 日銀と政府の関係はいろいろと摩擦のあった時代もありましたが、黒田総裁のときは非常にうまくやられていたという印象を持っています。政府との摩擦が起きないように特段の配慮をなされてきたのでしょうか。

**黒田** 私は10年間、安倍総理、菅総理、岸田総理と、年に2回くらい、官邸に行っているいろいろな話をして、金融政策についてもよく説明し、特に麻生副総理兼財務大臣、金融担当大臣とは、非

公式にいろいろな場でお会いしていました。それで、金融政策の対応について説明して、注文めいたことや非難めいたことは、言われたことはありませんでした。

そもそも今の日銀法では、政府は、日銀に圧力をかけようがないです。旧日銀法では、財務大臣が政策について指令することもできたし、それが気に入らない総裁は罷免することもできましたが、それらを今の日銀法では全部取ってしまいました。今や ECB もイングランド銀行も日銀も、金融政策の決定については政府から独立した形です。

それから、かつては公定歩合とマーケットオペレーションは日銀政策委員会でもできたのですが、準備率操作は政府の認可が必要でした。現在では認可は廃止されています。

従って、日銀の政策に、政府が圧力をかけるといっても、圧力のかけようもないのです。

もちろん任命は、総裁、副総裁、審議委員は全部、国会の同意を得て、内閣がすることになっていますけれども、5年の任期の間、途中で圧力をかけることはできないので、例えば、国債をもっと買ってくれと言って、圧力を掛けようにもかけようがないのです。

日銀が、今まで金融緩和をして、国債をたくさん買ってきたのは、デフレから脱却するためであって、別に政府を助けるためにやったわけではないのです。デフレ脱却という目標を達したら、今までのように国債を買い続ける必要はありません。

**加藤** 物価上昇率2%という目標を政府と共有されていたことも、政府との関係が安定していた一つの要因のように思えます。ただ今後、その目標が達成されて出口戦略に入るような場合、特に財政の問題などから、政府との摩擦が生じるという可能性はないでしょうか。

**黒田** おっしゃるように物価上昇率2%という目標共有していて、それに向けて政府も日銀も努力しなければいけないという状況だったから、政府との摩擦が生じにくかったのかもしれませんが。その2%が達成化されて正常化していく中で、時間がかかっても、政府の国債利払い負担が膨張していくと、それをめぐって政府と日銀の間が厳しくなるかどうかは、分かりません。

いずれにせよ、どうなっても日本銀行として、政府からの注文を受ける必要もないし、受けるはずもないのです。物価や金利がノーマルになって、景気刺激をする必要もないときに、国債を買って、バランスシートを拡大して、景気を刺激してインフレになるというようなことをやるはずがないと思います。

また、そうやれと言って圧力をかけるすべも、政府にはないのです。だから、別に私は全然心配していません。心配なのは財政の話ですが、それは政府と国会が自分でよく考えればいいと思います。金融政策についてはたとえ世論で言われても、それに左右されないような仕組みになっているわけです。

**加藤** 例えばインフレ率が2%を超えて、ややオーバーシュートしていくと、今度は逆にインフレ対策をしなければいけないといったことになるかもしれません。その場合、政府や政治もそうですが、世論からも直接、日銀が強く批判される場面もあるかと思いますが。そのような状態でも、超然としているという対応を、日銀はとり続けることができるでしょうか？

**黒田** まさに法律で書いてあるわけですから、そういう対応をすべきです。要するに、金融政策の運営に当たっては、物価の安定を通じて、経済の健全な発展を期すというのが、日銀の最大の目的、目標ですから。それに反するようなことはやるはずもないと思います。

旧日銀法では書いていませんが、今の日銀法にははっきりと書いてあります。要するに、第一目標が物価の安定で、もう一つは決済システムの安定です。日銀には金融システム全体の安定の責任はないのです。それは金融庁の話です。ただ、決済システムを安定させなければいけないということがあるので、決済システムの一部を担っている銀行がおかしくなったときに、特別融資したりすることがあります。

金融システム全体の安定性は、日銀の責任ではないので、責任のないことまでいろいろと口出ししないようにしています。

金融庁の人と日銀の人がバーゼル銀行監督委員会のメンバーになっており、G20 諸国を中心に、中央銀行総裁と金融庁の長官のような人が入った委員会がバーゼル委員会を指導しています。

バーゼル合意では、自国の国債はリスクフリーだということで、リスク・ウェイトがないのです。だけれども、それをたくさん持っていたギリシャの銀行が破綻したのをきっかけに、自国の国債についてもリスク・ウェイトを付けるべきだという話がありました。この話は、その後実現しませんでした。いずれにしても日銀の権限の中の話ではないです。バーゼル規制の話は金融規制の話で、これは日銀の権限ではなく金融庁の権限なのです。

FRBには金融規制の権限がありますから、そこが違うのですが、日銀にはないのです。だから、金融規制に権限がない人が深入りしても仕方がないのです。金融庁が全権を持っているのですから。日銀は法に則って、やるべきことをやるだけです。

**加藤** 本日は貴重なお話をありがとうございました。

#### インタビュアー

加藤創太：東京財団政策研究所 研究主幹、国際大学客員教授 Japan SPOTLIGHT 編集委員  
東京大学法学部卒業後、1991年に通産省入省（国際経済課課長補佐など）、経済産業研究所研究員、横浜国立大学准教授、国際大学教授などを経て2018年より現職。ミシガン大学政治学部博士課程（Ph. D.）、ハーバード大学ビジネススクール修士課程（MBA、優等号受賞）修了。  
研究分野・主な関心領域は、政治と経済政策（財政政策、貿易政策、政府企業間関係など）／官僚制／日本政治／比較政治経済学／政治学方法論（理論モデル、機械学習）。