

加藤出レポート特別版 2021年6月

イギリス貴族院・白川前日銀総裁証言(下)

東短リサーチ株式会社

<トピックス> 2021年6月1、2、4日号を再編集した期間限定の特別公開版です

6. 論点：政府と中銀の協調はどうあるべきか？
7. 論点：QEは所得・資産格差を拡大したか？
8. 論点：高齢化・人口減少問題とインフレ率の関係
9. 論点：2%のインフレ目標は正しいのか？
10. 論点：マクロ経済学は謙虚であるべきか？

6. 論点：政府と中銀の協調はどうあるべきか？

前号に続き、イギリス貴族院経済問題委員会で4月20日に開催された量的緩和策(QE)に関する公聴会での議員らと白川方明前日銀総裁の質疑応答のポイントを見てみよう。

キング卿(元イングランド銀行総裁)：「バーゼル

(注：BIS)で他の中銀総裁らと一緒にあなたと会っていた頃、中銀総裁と財務大臣の関係が課題だと我々はよく話し合ったものだ。あなたの経験においてQEは、日銀と財務省のより大きな協調を要求してきただろうか？」

parliamentlive.tv

HOME

EVENT GUIDE



白川氏

- ・とても難しい質問だ。この問題は日本でも議論されたことがある。
- ・私には英語における「協調」の微妙なニュアンスは分からない。しかし、日本における財務省と日銀の事前の協調メカニズムのことを指しているとしたら、そういった概念にはいくらか不安を感じる。そういった協調が必要だと私は考えていない。
- ・基礎的な議論に立ち返ってみよう。第一に、財務省が財政政策を決定し、それを前提に日銀はマクロ経済の状況を想定して金融政策を決定する。これは完全に機能する。勿論、両者のコミュニケーションは非常に重要だ。ただしそれは2つの機関の率直な意見交換以上のものではない。
- ・第二に、2つの機関の分業が適切に設計されていることが重要である。これは特に、中銀が最後の貸し手として行動しているときや、民間リスク資産を購入しているときに特にそうだ。
- ・そういった場合に中銀は損失を発生させるかもしれない。それは市民にとっての税

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

負担を意味する。それはまた、市場経済の資源配分に大規模に介入することになるかもしれない。換言すれば、QEは財政政策の要素のひとつを持っている。

- この意味において、中銀は民主社会での正当性を必要とする。決定に対する責任は誰が負うのか？中銀なのか、政府なのか、両方なのか？正確な設計は、それぞれの司法権内における憲法上の秩序にかかってくる。
- イギリスにおける資産購入策は、イングランド銀行が流動性を供給し、他方で、利益や損失は財務省に帰属する。イギリスの状況下でこれはとても賢明だと見ている。

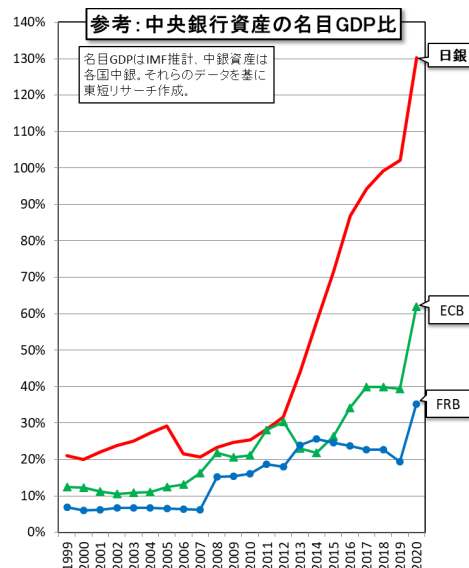
• 第三に、政府や中銀がマクロ経済政策を展開するときは、**経済を正しく理解することが両者にとって重要**となる。

• 非常に大勢のエコノミストが、「QEは有効だが、構造改革は実施が困難であり、その効果が目に見えるまでとても長い時間がかかる」と主張しているなら、政府や財務省が日銀のQEに望みを託すことは理解できるし、ある程度は自然といえる。

• しかし、QEの経験は今や蓄積されている。

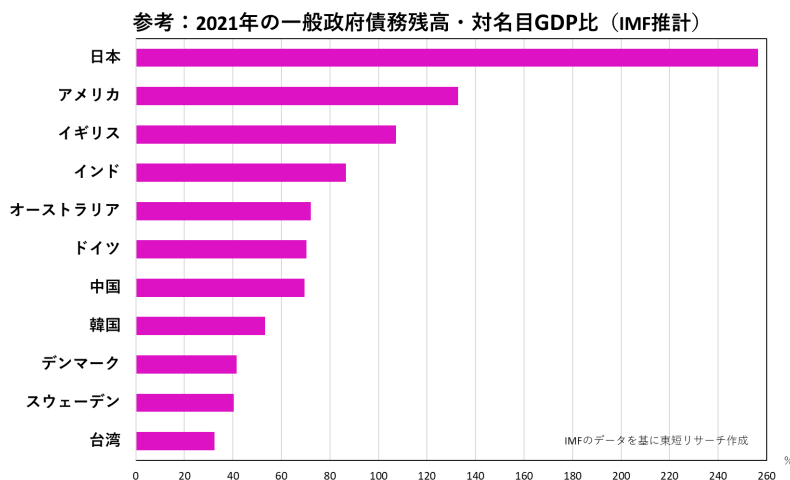
• **QEが何をもたらして、何をもたらせていないかを我々がひとたび認識できたのなら、日本経済にとっての根本的な課題に対処するための努力を強めるべきである。**

• 政府に必要とされていることは、より率直になって、構造的課題への様々な処策を導入することにある。



(注：2013年に開始されたアベノミクスは、デフレからの脱却を実現するには、**平時と異なって政府と中銀が大胆に協調することが重要**という考えが前提になっていた。しかし、構造改革に取り組まないまま**超緩和と財政拡張のポリシーミックス**を長期化させたことにより、白川氏の指摘のように生産性の低下が広範囲に生じてしまい、それが更なる「痛み止め策」を要求するという**悪循環**が起きているのではと懸念される。

こういった流れに陥ると、政府債務の膨張とともに金融政策に対する**財政ドミナンス**は自ずと強まるが、中銀がそれに問題意識を持たない場合、中銀からは「粘り強く緩和を続ける」というフレーズが繰り返し発せられることになる。)



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

7. 論点：QE は所得・資産格差を拡大したか？

キングスミル女性男爵：「日本で実施された QE が所得配分に顕著な影響を及ぼした証拠はあるか？例えば、富の不平等を悪化させただろうか？」

parliamentlive.tv

HOME

EVENT GUIDE



白川氏

- ・それに答えるには厳密な実証研究が必要だ。しかし本質的な難しさがある。マクロ経済への即時の影響を議論するための時間枠は、不平等への影響を評価する時間枠よりも遥かに短い。
- ・私が知っている範囲内では、日本のデータを検証した実証研究は2つしかない。QE が配分に顕著な影響をもたらしたことを強く支持する証拠は不足している。しかし、こういった効果を強く否定する証拠もまた不足している。
- ・私の現時点の解釈としては、第一に、ジニ係数またはトップ 1%やトップ 10%の収入や富の比率から判断すれば、日本の社会は他の先進国と比べ平等である。
- ・第二に、過去 10 年、20 年の変化を見るならば、他の国々と同様に、不平等の拡大が見て取れる。QE と不平等の関連については、議論はまだ確定していない。
- ・ある学派は、もし QE が採用されていなければ、多くの労働者は失業したままだったので、不平等はより拡大した、と言っている。私はこの主張にはいくらか誤解があると思っている。
- ・もし中銀が最後の貸し手として行動していなければ、その帰結は失業率の大幅な増加となり、不平等を増大させていただろう。しかしながら、**これは最後の貸し手のことであって QE ではない。**
- ・どのような状況においても、経済がひとたび危機的なポイントを通り過ぎれば、マクロ経済への QE の効果は幾分控えめとなる。**それにも関わらず QE を長期化させれば、資産価格の上昇を通じて配分への影響は大きくなり得るだろう。**
- ・配分の問題を考える際は、長期の視点がおそらく必要になる。我々は、次の 4 つのポイントを伴う過去数十年の先進国経済の特徴を真剣に受け入れなければならない。
- ・第一に、債務の増大と金利下落が同時に現れている。第二に、債務の増大は家計と政府の借入によって牽引されてきた。第三に、この増加する債務は、所得の不平等の拡大と一緒に現れている。第四に、投資と生産性の伸びが長期的に下落している。
- ・これら 4 つの要因は、非常に複雑な現象だが、相互に関連し合っている。我々は債務を伴った需要は本当に持続可能なのか、真剣に考えなければならない。
- ・私の主張は、**債務を伴う需要は持続可能ではない**、という点にある。しかしこうい

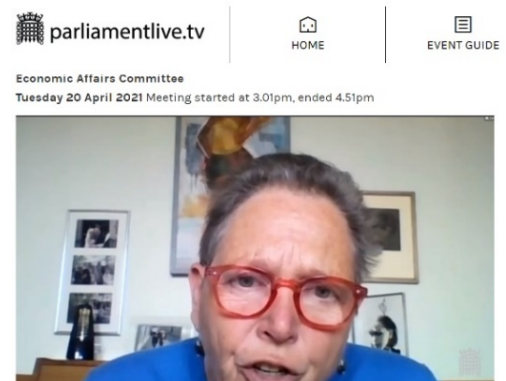
本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

った見方を受け入れることは、**過去数十年優勢だった政策の考え方から抜本的に離脱することを意味している。**

- ・QE であれ、より標準的な金融政策であれ、当然ながら配分に影響をもたらす。しかし、金融緩和と金融引き締め期間が**相対的に短い標準的な状況**においては、サイクル全体を見渡せば、配分への金融政策の影響は**合理的に却下**することができる。
- ・しかしながら、我々が現在見ているように金融緩和が**長期化**するならば、「**金融緩和は配分に影響をもたらさない**」とは**最早安全には言えなくな**ってきている。

8. 論点：高齢化・人口減少問題とインフレ率の関係

クレイマー女性男爵：「構造的な力、特に人口トレンドが低成長や低インフレに与えてきたインパクトについてお聞きしたい。あなたは低出産率に言及した。日本の移民率は非常に低い。それゆえ労働年齢人口が減少している。幾人かのエコノミストは、富裕な高齢者はインフレ率を押し上げる、なぜなら彼らは支出を行う本能を持っているからだ、と言っている。これらをあなたはどのように考えるか？」



白川氏

- ・第一に、人口動態の変化は、日本の低成長にとって非常に重要な要因である。
- ・G7 諸国において、日本の GDP 成長率は最低だが、労働年齢人口（生産年齢人口）ひとりあたりの GDP 成長率は最高になる。このギャップは、日本の急速な高齢化による労働力の縮小で説明することができる、
- ・日本の労働年齢人口の減少は 1996 年に始まった。当初はその減少ペースはとても穏やかだったが、2010 年代に入ると加速した。ピーク時の年間減少幅は 1%に達し、強大な逆風となった。
- ・それにもかかわらず、**エコノミスト達に人気の論議はほとんど相変わらずデフレーションだった**（注：貨幣的現象という意味でのデフレ）。私が人口動態の重要性をいつも強調していた理由はそこにある。
- ・この環境下での日本の政策的課題は、第一にいかにして高齢者や女性の労働参加を高めて労働力を増加させるか、第二にいかにして生産性を上げていくかにあった。
- ・人々は、**より高い実質所得、職の安定、幸せな退職後の人生**などを求めている。それらは**インフレ率 2%を達成しても解決されない問題**である。
- ・チャールズ・グッドハートの最近の著作も、人口動態とインフレーションの関連に触れている（後述）。

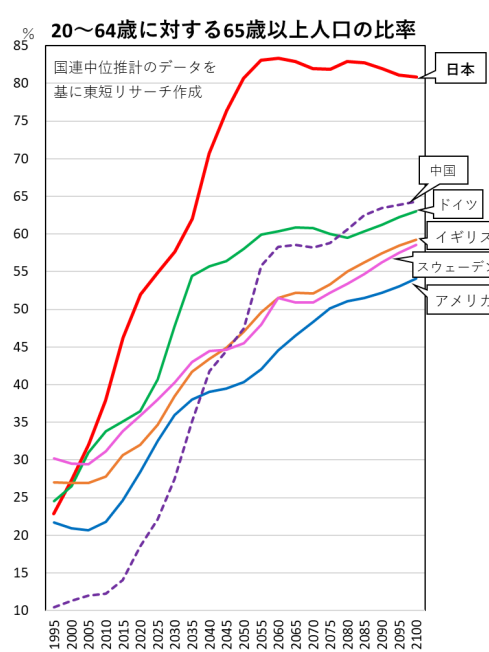
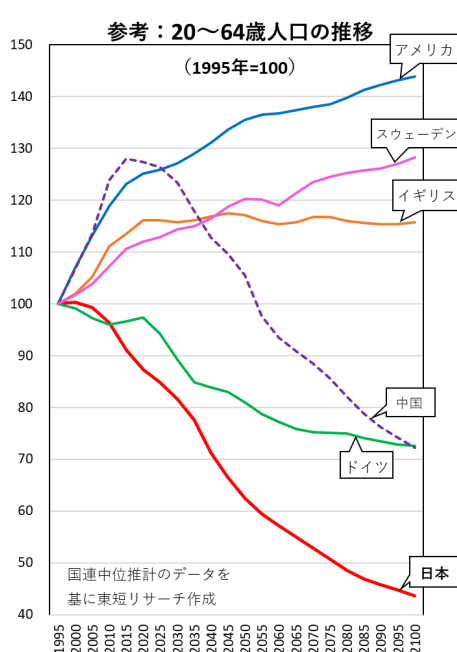
本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

・私が急速な高齢化のインパクトを説明すると、多くのエコノミストは「違う、その環境下ではインフレを心配すべきだ、なぜなら労働力が縮小するからだ」と言った。

- ・しかし**そういった議論は労働者を労働力としか見ていない**。労働年齢の人々は単なる労働者ではない。**消費や住宅投資を行うコア年齢の一群**でもある。つまり労働年齢人口の減少は、労働力の供給と、モノやサービスの需要の両方を低下させる。
- ・今後の労働年齢人口の減少が予想されると、それは現在の支出において価格低下が起きると人々に解釈される。



- ・第二に、**急速な高齢化と人口減少を区別しなくては行けない**。
- ・私は1949年生まれだ。その年の新生児は私を含め2.7百万人だったが、去年は0.7百万人である。非常に大きな減少である。
- ・地方社会は基礎的なインフラを維持するための最低限の公的支出を必要としている。
- ・(人口が減少していくと) そういった公的支出の維持が非常に困難になり、人口が少ない地域から多い地域へ資源を移動させなければならなくなる。
- ・想像できるように、**それには時間がかかる**。そういった時期に生産性は低下する。これも成長と物価水準に影響を及ぼしている。
- ・私が言いたいことは、**急速な高齢化や人口減少が生み出しているダイナミクスは非常に複雑であり、現在のマクロ経済学では十分に捉えられていないという点にある**。



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

＜ご参考 1＞

上述の英経済学者グッドハートの新著とは、昨年 8 月に出版された” **The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival**” (M.Pradhan と共著) のこと。

過去 30 年のデフレ的向かい風の主因は良好な人口動態を背景にした世界的な労働力供給量の顕著な増加などにあった。だが今後の高齢化により、インフレ率や金利は押し上げられていくと同書は主張している。

しかし、日本の経験を考えると、白川氏が指摘していたように、労働年齢人口の減少は多くの消費の市場規模を縮小させていく。需要の長期的縮小を背景に競争激化が進行している市場で既に苦闘中の企業経営者に、「人手不足に合わせて販売価格を引き上げ続けることは可能か？」と尋ねてみれば、ほとんどが「無理」と答えると予想される。

なお、今年 3 月、**IMF のビクトル・ガスパール財務局長**はこの本の書評を次の様に記していた。「日本はこういったインフレ論に対する明確な反論事例である。日本では政策金利がゼロ金利制約近辺の水準に 25 年もいる中、労働力は 1995 年から減少、人口は 2008 年から下降しているが、インフレの平均はおおよそゼロ%であり、今後 10 年もそこにとどまると見られている」(IMF・Web サイト)。

＜ご参考 2＞

最近是国内で「インフレ率の変化は金融政策により決定される貨幣的現象であって人口動態は関係ない」と主張する人が大分減ったが、以前はアベノミクスの中心的人物からそういった見解が頻繁に聞かれた。いくつか挙げてみよう。

浜田宏一元内閣官房参与（「アメリカは日本経済の復活を知っている」2012 年 12 月）：

「貨幣的現象である物価、あるいはデフレに人口が効くというのは、経済の解剖学すなわち『国民所得会計』から見ても、生理学すなわち『金融論』から見ても、まったく的外れな議論だ。医学の発達した社会で、床屋での素人談義で患者の診断と治療法を決めようとしているのが日銀の姿なのだ」

安倍晋三前首相（2013 年 2 月 7 日、衆議院予算委員会）：「人口の減少とデフレを結びつけて考える人がいますが、私はその考え方はとりません。デフレは貨幣現象ですから。つまり、金融政策においてそれは変えていくことができる」

黒田東彦日銀総裁（2013 年 10 月 21 日、衆議院予算委員会）：「デフレを阻止し物価の安定を確保するという責任は、基本的には中央銀行にあるというふうに思っております」「人口の増加率、特に生産年齢人口の増加率が潜在成長率に大きな影響を与えるということは、そのとおりでございます。ただ、そのことが直ちにデフレかインフレかということを決定するというふうには言えないと思います」

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

9. 論点：2%のインフレ目標は正しいのか？

リビングストーン卿：「あなたは中銀がインフレ目標を達成できていない問題に言及した。中銀がただひとつのインフレ目標を目指すことは正しいと思うか？平均式でいくべきか？実際のところ、2%は今後も正しい数字なのだろうか？」

parliamentlive.tv

HOME

EVENT GUIDE



白川氏

- ・私はこの局面で**2%目標を修正することはあまり好きではない**。ただしその理由は、2%が適切で神聖な数字だと信じているからではなく、本気で今の金融緩和を続けていけば2%を達成できると信じているからでもない。
- ・実のところ、もし私がインフレ目標を最初から設定できる立場にいたとしたら、2%目標は好まなかっただろう。
- ・私が2%目標の修正を支持しない重要な理由は、**正しい数字が何なのかを我々が知らないことにある**。より正確に言えば、**金融政策をまとめる際にインフレの数字をどのように取り扱うべきなのか我々には分かっていない**。
- ・2%目標の一般的な根拠には、2つの部分がある。
- ・ひとつめのポイントは、**インフレの計測には上方バイアスが存在する**、というものだ。もし我々が0%インフレを達成しようとするなら、小さめのプラスの数字を目標にすべき、という意味である。
- ・**バイアスは上方なのか下方なのか私には分からない**。物価統計は品質調整されている。しかし、**品質変化の測定は本当に困難な作業だ**。スマートフォンの品質変化を毎月計測することは可能だとあなたは本当に信じていることができるだろうか？
- ・この問題を脇におくとしても、**ダイナミック・プライシングや無料サービス**が広がっている時代において、個々の品目の価格をどうすれば認識できるのだろうか？
- ・2%を正当化することは難しいが、同様に**1%または3%を正当化することも難しい**。
- ・正直に答えるなら、インフレ率を測定することは、標準的な政策論議で仮定する範囲においては、**厳格な科学とはいえない**。
- ・2%目標の2つめの根拠は、**政策バッファ（余地）の必要性**である（注：政策金利がゼロ%または若干のマイナスになると追加緩和が実際上難しくなるため、平常時はインフレ率および政策金利をある程度のプラスの水準に維持しておくべきという考え方）。**私はこれに対しても懐疑的だ**。

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

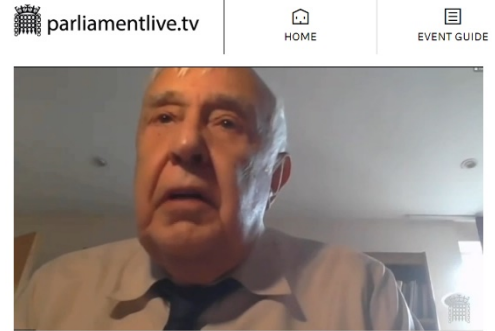
- ・例えば、**中銀デジタル通貨**が導入されて、ゼロ金利制約が存在しない状況にあるとしよう（注：政策バッファがいくらでも存在する状況）。
- ・この仮定のケースにおいて、我々は金利を深いマイナス、例えば、**5%や10%のマイナス**に引き下げることができる。

（注：中銀が当座預金や中銀デジタル通貨にそういった深いマイナス金利をかけていく場合、民間金融機関は収益確保のために顧客の預金口座にマイナス金利を適用せざるを得なくなる。その際、中銀が現金を全廃していれば、現金を引き出すという預金者にとっての“逃げ道”は塞がれるため、中銀は政策金利を理屈上いくらでも引き下げることができる。）

- ・しかし、これは問題を解決するだろうか？**それによって起きることは、支出のタイミングを動かすに過ぎない。支出の総計を動かすことにはならない**（注：マイナス金利を大きく深掘りしていったとしても、「需要の前借り」を起こすに過ぎない）。
- ・より根本的な課題として、インフレの変化は、中銀の金融政策運営にとっての合理的なガイドになり得るのだろうか？
- ・**パウエル FRB 議長**はほぼ3年前にこう言っていた。「原因が何であれ、過去2度のリセッションを招いた安定性を損なった行き過ぎは、主として金融市場から来たものであり、インフレから来たものではなかったように見える。すなわち、**リスク・マネージメントにとっては、インフレよりも（金融市場における）行き過ぎの兆候の方が重要**となる」。
- ・私は彼の見方に完全に同意する。ただし私は、物価の安定は金融政策の目的ではない、と言っているのではない。
- ・ポイントは、もし我々が、2年や3年といった短い時間枠の中で特定のインフレ率を達成することに執着するならば、**経済や金融市場で起きていることの全体感を見失うことになる**。それは**長期的にはマクロ経済の不安定性を増大させることにつながり得る**。
- ・重要なことは、**具体的な政策の枠組みにおいてそういった考えをどのように運用するかであって、2%目標をいじったり、平均インフレ目標のようなものを導入したりすることではない**。

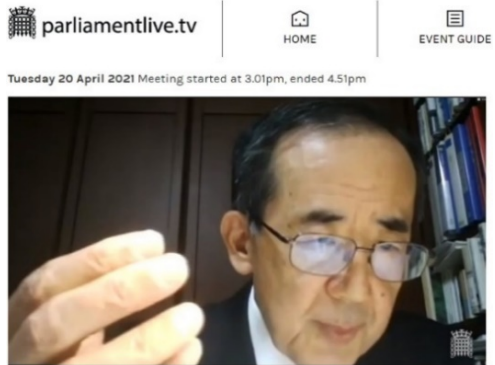
10. 論点：マクロ経済学は謙虚であるべきか？

スキデルスキー卿：「今日あなたが多様な観点から示した極めて重要なアドバイスは、標準的なマクロ経済モデルは、改訂の必要がある深刻な状態にあるということなのか？または深刻な欠点があるため謙虚さを強める方向性がおそらく必要といったことを示唆しているのだろうか？」



白川氏

- ・第一に、私は何年も前だがミルトン・フリードマンの学生だった。私は経済学を強く信じている。私は経済学の発展を信じている。
- ・それと同時に、あなたが言ったように、**経済学者や政策決定者は謙虚でなければならない。我々の知識は非常に限られている。それは私の中銀における 39 年間の回想から来ている。**
- ・その意味において、**マクロ経済学は常にアップデートされなければならない。**マクロ経済学の教科書は非常に重要だが、**我々はいくつかの追加の章を必要としている。**
- ・セントラルバンカーは、経済学界がマクロ経済学の教科書を改訂したり、新しい章を加えたりするために懸命に働く必要がある。それは政策コミュニティにとっての大きな資産になるだろう。



<ご参考>

白川氏の名著「中央銀行・セントラルバンカーの経験した 39 年」（2018 年）には、上述の公聴会での証言に通じる問題意識が記載されている。一部引用してみよう。

- ・日本のデフレ論議は、日本経済にとって不幸なことであったと思う。その最大の理由は、日本経済の直面する問題の原因が物価の下落にあると断じたことである。
- ・残念ながら日本経済の真の課題（注：労働人口の減少と生産性の低下）は必ずしも正しくは認識されなかった。
- ・**ナラティブ**（注：「日本経済の最大の課題はデフレ脱却」「デフレは貨幣的現象」といったストーリー）に影響されて**時代の空気**ができると、それに反したマクロ経済政策を行うことは次第に難しくなる。
- ・**ナラティブはある時期は猛威を振る**うが、いったんそれが収まると、そういったナラティブが一時期世の中を席卷したこと自体が**忘れ去られる**。

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

昨年同書が第32回和辻哲郎文化賞を受賞した際、神戸新聞のインタビューに白川氏はこう述べていた。

- ・特に伝えたかったのは『時代の空気』の怖さだ。人間は同じような失敗を繰り返している。この本が将来の政策判断の材料となることを願っている。
- ・デフレ論議の不毛さを感じる。真の課題に社会のエネルギーが向かわなかったコストは大きかった。ただ社会は教訓を本当に学んだかと問われればイエスと言う自信はない。

以上

東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料*をいただきます。また、非上場債券（国債、CP等）等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

* 手数料の額は、その時々^々の市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。

なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等：東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第524号 加入協会：日本証券業協会

本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますようお願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。