

「三耕探究」とは？「学有り、論優れども、心貧すれば、任に能わず」という考えから、「耕学」「耕論」「耕心」すなわち「三耕」の「探究」の重要性を示す筆者の造語。

政策的工夫はRMT（現実派）であるとして、本連載でも詳述した（第7回へ2022年2月号参照）。日銀保有国債を一部永久国債化して財源確保を図る一方、ETF、REIT等を計画的に売却し、成長戦略と出口戦略を両立させる。確保した財源で、人材育成、技術開発、産業支援、防

衛強化等の喫緊の課題に迅速かつ現実に対応していくことが不可欠である。

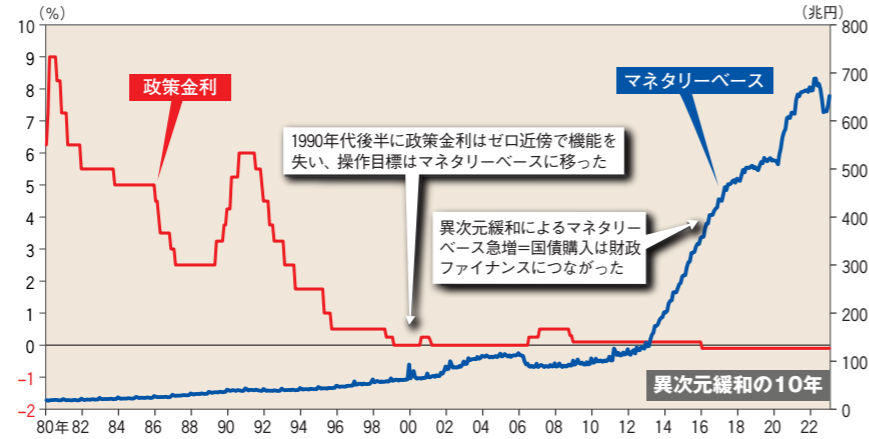
実体経済重視の植田氏

10年間続いた異次元緩和の下で、短期金利は0・2%、10年国債利回りも0・3%しか低下していない。政策効果が確実に期待できるのは金利変化である。国債、ETF買入れ

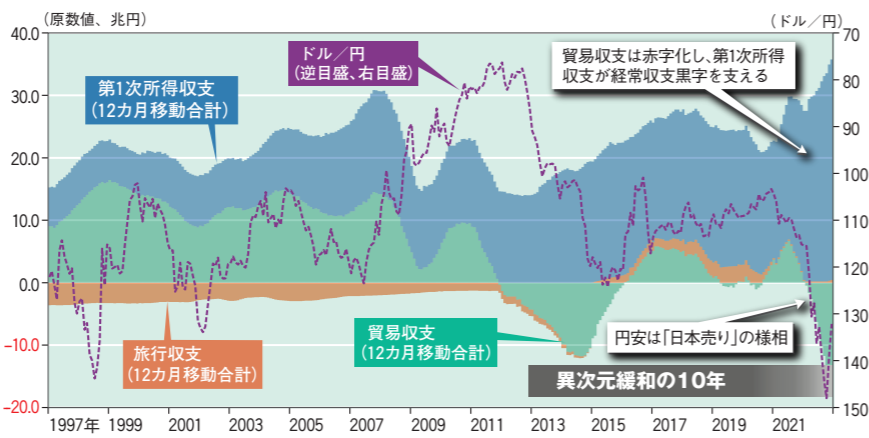
植田氏はゼロ金利解除に反対票を投じた。

下を促す時間軸効果を主導した。しかし2000年8月、日銀は政府の反対を押し切ってゼロ金利解除。その後、景気悪化とデフレが続き、ゼロ金利解除は批判に晒された。

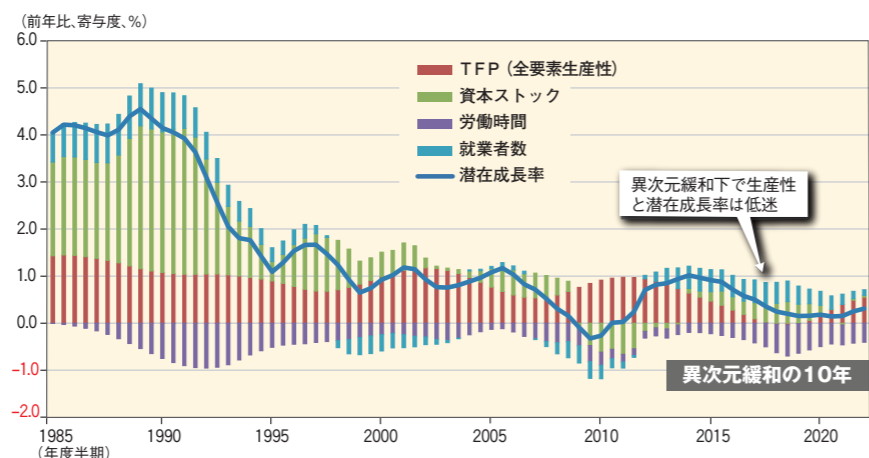
■グラフI 政策金利とマネタリーベース



■グラフII 経常収支と円ドル相場



■グラフIII 生産性と潜在成長率



等量的緩和は市場には影響したが、一般の家計・企業等の経済主体にはあまり好影響はなかった。

次に植田氏の金融政策に対する考え方を、審議委員時代の発言、退任後の寄稿等から推察する。

日銀は1999年2月にゼロ金利政策、4月には時間軸政策を導入した。植田氏は操作対象（無担保コール

『三耕探究』集中連載 ⑪

大塚耕平 参議院議員・早稲田大学客員教授



「2年で目的地に到着する」と根拠なく強弁して乗客（国民及び経済）を未踏の海域へ導いた船長（黒田日銀）の責任は免れない。植田日銀は未踏の海域をどう航海するのか。

難破した黒田日銀 荒海を航海する植田日銀



植田和男氏はデフレ傾向が深化しつつあった1998年4月から2005年4月まで7年間、日銀審議委員を務めた。2000年末まで日銀に在職した筆者としては、能力、経歴、人柄等の観点から総裁候補として適格だと思ふ。

しかし、植田氏が成果を挙げられるかは定かでない。黒田日銀が残した「負の遺産」はそれほど深刻だ。

壮大な社会実験の顛末

デフレの原因については、金融現象、実体経済、心理面等々の論争があったが、異次元緩和の背景には「デフレは金融現象であり、金融緩和で解決できる」との論理が通底していた。

黒田日銀の壮大な社会実験は「デフレは金融現象ではない」あるいは「金融緩和だけでは解決しない」ことを明らかにした。結果を得るために払った代償は大きい。

黒田日銀の10年間（グラフI）に、日本の経済や社会が進んだ構造変化を確認しておく。第1に、コスト偏重思考の海外進出の結果、国内生産の輸出品が減少し、貿易収支は赤字化したし、経常収支は第1次所得収支で支えられ構造（グラフII）になった。

第2に、第1の変化の結果、サプライチェーンと原燃料・エネルギー・食料等の海外依存傾向が強まり、安全保障上深刻な問題を抱

えた国家構造が極まった。

第3に、2000年代後半までは、日本の企業・産業・経済に対する期待から円高傾向が続いたが、以後は円安傾向。異次元緩和も相俟って、単なる円安ではなく「日本売り」の様相を呈している（グラフII）。

第4に、その間に技術革新が加速し、新興企業を巡る世界の勢力図が激変。流れに取り残された日本の生産性低迷は異次元緩和と下で固定化した（グラフIII）。

第5に、第4の結果として諸外国の所得水準が上昇した一方で日本は停滞。勤労者や消費者の可処分所得は増えず、実体経済、心理面双方でデフレ傾向が強まった。

第6に、2013年以降の異次元緩和によって日銀が大量に国債を購入し、事実上の「財政ファイナンス」状態が構造化した（グラフI）。

こうした中、ロシアのウクライナ侵攻を機に食料・エネルギー等の国際市況高騰に伴って物価上昇。国民生活や企業活動が深刻な影響を受けつつある。

この間、自国通貨を発行する国の国債増発は無限度とするMMT（現代貨幣理論）が登場してリフレ派を助長した一方、TMT（伝統派）は古色蒼然たる財政健全化論を展開し続けている。

筆者は、異次元緩和による「財政ファイナンス」の異常さが極まった中で、選択可能な

金融政策決定会合では「景気が底を打って反転に向かい、その持続性についてある程度の自信が持てれば、景気上昇に合わせて金融政策を微調整するという意味で利上げを始めることが正しい方法」と述べ、实体经济重視の姿勢を示した。デフレ懸念払拭まで続けることコミットしていたゼロ金利をCPI（消費者物価指数）前年比上昇率がマイナスの中で解除することになり、適切ではないとの判断だったのだろう。植田氏の思考論理を想像するうえで参考になる。

ゼロ金利解除後の2001年3月、日銀は量的緩和という非伝統的政策を選択した。政府からゼロ金利解除が批判され、日銀が代替策として世界初の手法を選択したという構図だ。当時、日銀は不良債権問題に伴う金融システム不安回避のために潤沢な資金供給を行っており、それを量的緩和と称することで面子を保つとも言える。植田氏も量的緩和に賛成票を投じているが、量的緩和は時間軸政策に資すると判断していたと史料する。

日銀は調節目標を無担保コールレートから当座預金残高に変更して量的緩和を行ったが、無担保コールレート誘導目標も0・15%からゼロ%近傍に低下し、結果的にゼロ金利も復活した。植田氏はその点を重視していたと考えられる。

しかも日銀は「CPI前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和を継続する」とコミットし、植田氏が推奨する時間軸政策が強化された。

植田氏が10年続いた異次元緩和を、高速走行中の自動車に急に車線変更するかの如く大転換させることはないし、そもそもできない。黒田日銀が車線変更できない困難な状況を残したからだ。实体经济重視の植田氏は微妙なハンドル捌きを指向せざるをえず、異次元緩和の個々の政策手法の効果と副作用を論理的に分析し、現実的見直しを進め、「事実上の正常化」を徐々に進めると予想する。

「事実上の正常化」とは、異次元緩和の修正ではないと説明しつつ、実際には徐々に撤退措置を講じていくことだ。年間80兆円だった国債買入れ額も現在は削減している、ETF、REIT買入れも大幅に縮減した、利回り変動幅上限引上げ等によってYCCを軌道修正している、特別付利制度等を通じてマイナス金利政策による銀行負担軽減を図っていること等々の諸対応は、既に「事実上の正常化」に踏み出していると言えらる。

政府が日銀に押し付けた「共同声明」

植田氏は、实体经济・物価・市場等の動向を睨みつつ、金利等の操作目標を微調整（フライング）する金融政策

本来の姿へ回帰を図ると予想する。当面、金融政策決定会合の新メンバーが策定する4月「展望レポート」

「とコミットし、植田氏が推奨する時間軸政策が強化された。」

審議委員退任後の2005年12月、植田氏は著書『ゼロ金利との戦い』の中で、出口戦略について「経済がある程度プラスの金利に耐えられるような力をつけたと判断できて初めて出口を出る」と述べ、ここでも实体经济重視の考え方を示している。

黒田日銀による異次元緩和がスタートした後の2016年10月、証券アナリストジャーナル寄稿論文「マイナス金利政策の採用と功罪」では、国債購入による量的緩和の効果について否定的見解を示した。

また、マイナス金利政策が預貸利鞘縮小によつて金融機関収益を悪化させる副作用、日銀自身が逆鞘によつて自己資本を毀損するリスクにも言及している。

微妙なハンドル捌きで「事実上の正常化」

2018年8月の日本経済新聞「経済教室」では、異次元緩和の副作用を指摘しつつ「粘り強く現行の緩和策を続け、物価の上昇を待つこと」「無理をせずに2%達成をより中長期的な目標とすべき」と述べ、短期的操作の限界と中長期的方針の重要性に付言した。

2020年12月の日本経済新聞「経済教室」では「増大を続ける政府債務残高の弊害の一つは、経済が金利上昇に脆弱なこと」として、財政拡大の限界に言及。日銀の国債買入れに

の内容に注目したい。植田氏が拙速利上げに反対した昨年7月とは物価情勢が異なる。CPIは前年比4%程度上昇している。1月展望レポートの物価見通し（中央値）は23年度1・6%、24年度1・8%と2%を下回っていた。4月展望レポートで2%超えとなれば物価安定目標未達という判断を続けることは困難になる。

もうひとつ注目すべきは2013年1月の政府日銀の共同声明（アコード）の扱いだ。声明文作成過程で日銀は「2%の物価目標は金融政策だけで達成できるものではない」と主張し、政府も構造改革推進と財政健全化にコミットした。これが「本来の解釈」だ。

ところが、2013年4月に黒田総裁が2%目標達成を「2年程度を念頭に実現する」としたことから、日銀は短期的ミッションを負い、共同声明の解釈が歪曲された。その結果、金融緩和のみ突出し、構造改革と財政健全化は進捗していない。

政府が共同声明修正を検討しているとの報道も散見されるが、日銀の方針変更には常に政府承認が必要との悪しき慣行に繋がる。共同声明は修正すべきではなく、上記の「本来の解釈」に立ち戻ると説明するだけでよい。

2013年1月の共同声明は政府が日銀に政治的圧力で押し付けた感が強く、適切ではなかった。日銀と政府の十分な意思疎通を義務付けている日銀法第4条の定めを励行する

伴って政府が財政出動する「ヘリコプターマネー政策」であれば効果を発揮しうるが、単純な異次元緩和は「財政ファイナンス」に他ならないとした。

2021年4月の日本経済新聞「複眼」では「誘導対象は10年より短い金利にして、10年債利回りは自由に変動させる」ことが適切とし、YCC（イールド・カーブ・コントロール）修正の必要性を主張している。

ウクライナ戦争等に伴う物価上昇が顕現化していた2022年7月の日本経済新聞「経済教室」では、異次元緩和は「微調整に向かない枠組み」であり「一時的なインフレ率上昇で政策を正常化方向へ微修正すると、経済やインフレ率にマイナスの影響を及ぼす」と指摘。

足元の物価上昇は海外でのエネルギー・食料価格上昇や円安の影響という一時的要因によるものとし、円安牽制を目的に「海外中央銀行に続いて日銀が拙速に利上げを実施すべきではない」と主張したことは、植田氏が政策修正に慎重との見方につながり、政府与党が総裁人事案を決断する決め手となったのではないか。

一方「そもそもなぜ、持続的な2%のインフレ率を目指すのか」と述べ、2018年に続いて2%目標の妥当性に疑義を呈し「異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」と述べ、金融政策の見

ことで十分である。日銀の財務健全性も注視したい。日銀の広義資本金は11兆円余である。2%程度の金利上昇で債務超過になる。また、世界の中央銀行に前例のない株・ETF保有に伴い、日経平均が1万4千円程度を下回ると債務超過に陥る。

黒田日銀の異次元緩和は、結果的に日本経済再生、潜在成長力向上に不可欠の成長戦略と構造改革のモメンタムを阻害した。また、財政規律を低下させ、異次元の工夫（例えば、日銀保有国債の一部永久国債化等）を駆使しなければ対応不可能な惨状を生み出した。

未知の航海術を駆使した黒田日銀は難破した。もちろん、それを行わざるを得ない航路の選択を強いた安倍首相やそれを囁いた経済紙等の責任も重い。しかし「2年で目的地に到着する」と根拠なく強弁して乗客（国民及び経済）を未踏の海域へ導いた船長の責任は免れない。舵を握っていたのはあくまで船長である。誰も気づかないうちに安全な海域へと操舵するのが名船長の腕の見せ所であった。航海術の前提は船位（自船の位置・速度・進行角度）及び天候の正確な認識である。根拠のない楽観的判断は禁物だ。

植田日銀は未踏の海域をどのような航海術でどう航海するのか、注視したい。



筆者紹介 おおつかこうへい 日本銀行を経て参議院議員 早稲田大学客員教授（早大博士） 藤田医科大学客員教授を兼務 仏教研究家 歴史研究家としても活動中。