

黒田日銀はなぜデフレ脱却に失敗したのか

服 部 茂 幸

- I はじめに
- II デフレ脱却は何時までたっても「道半ば」
- III 黒田日銀はリフレ派の金融政策を放棄する
- IV リフレ派の常識は経済学の非常識
- V リフレ派はリフレ派の物価理論を否定する
- VI 多様な意味でリフレ派理論は崩壊した

I はじめに

1990年代以降の経済停滞の中で、日本の経済的な地位は低下した。日本の経済が今後どうなるかは、筆者も含め、日本で生活する人々にとっては重要なことであっても、その他の世界の人々には大きな影響を持たないだろう。それに反して、世界の経済学にとって、歴史的とも言える実験を行っているのが、現在の黒田日銀である。

1990年代以降の長期停滞の中で、停滞の原因が日銀が金融緩和を実施せずにデフレを放置していることにあると一部の経済学者が批判した。彼らをリフレ派と言う。けれども、1990年代半ば以降、日本の短期金利はほぼゼロとなっている。だから、金利のゼロ下限の下で、金融政策に何ができるかが問われるようになった。

岩田規久男はゼロ下限の下でも、金融政策はインフレ予想を通じて効果を発揮すると主張した。具体的な手段は日本型インフレ目標とマネタリーベースの増加である。日本型インフレ目標の特徴は、目標の達成時期を明示して、目標を達成する責任が日銀にあることを明確にすることにある。その上で、マネタリーベースを増加させると、予想インフレ率の上昇によって目標が達成できると言う。他方、岩田は物価上昇率の引き上げには、マネーストックや貸出の増加は不必要と言う。

2013年3月、安倍晋三首相によって日銀の総裁に黒田東彦が、副総裁に岩田が任命された。この黒田日銀の下で、リフレ派の理論に基づく金融政策、量的・質的緩和政策が始まった。しかし、黒田の日銀総裁の2度目の任期も来年の4月に終わろうとしているが、インフレ目標が達成できる目は全く立たない。予想インフレ率も初めの1年程度は上昇していたが、その後は低下に転じる。ここにゼロ金利の下でも、インフレ予想をコントロールすることによって、デフレ脱却ができるというリフレ派の主張に基づく金融政策の歴史的実験は失敗に終わった。

もつとも、2022年4月以降、消費者物価上昇率は目標とする2%を超えている。しかし、これは世界的な食料とエネルギーの価格高騰と、円安によるものである。黒田日銀には消費者物価上昇率を2%に引き上げる力はないが、輸入物価が急上昇すれば2%に簡単に上昇するという事は、リフレ派理論を二重に否定するものである。さらに、リフレ派は物価が上がれば、経済も回復すると論じてきた。しかし、2022年の輸入インフレは逆に経済を悪化させている。実際、岸田内閣も物価高騰に対処しようとしている。これを加えれば、リフレ派理論は三重に否定されたと言える。

ところで、リフレ派は自己の政策はアメリカの主流の経済学に基づくものだと主張している。ところが、黒田日銀の失敗を見て、そのアメリカの主流の経済学者も考え方を変えてきた。例えば、2017年に日本銀行金融研究所主催のカンファレンスでバーナンキとガートラーが報告した。世界金融危機時にアメリカ連邦準備制度理事会（FRB）議長だったバーナンキはリフレ派にとって模範とすべき存在である。しかし、そのバーナンキ（Bernanke, 2017, pp.30-31, 邦訳, 36頁）は、長期金利もゼロ近傍となった日本では、「超流動性の罠」に陥っていると述べた。長期金利がゼロに陥り、金融の安定性を損なうという理由で、日銀が大幅なマイナス金利の設定をためらっている日本では、追加の金融緩和の効果は限定的だと言う。ガートラー（Gertler, 2017, p.55, 邦訳, 66頁）はインフレを作り出すためには、中央銀行の力量だけでは不十分で幸運が必要だと述べた。

バーナンキ（Bernanke, 2017, p.31, 邦訳, 37頁）は、次のようにも述べていた。

日本のインフレ期待は、適格的であるとか、あるいは、春闘（national wage bargaining）のような制度がバックワード・ルッキングな行動につながりがちであるとかなどといわれることがある。ただ、こうした主張は説明としては不十分である。日本におけるインフレ予想が現在の経済状況に過度に反応しているようにみえる一方、中央銀行による情報発信に対しては、大規模な資産買入れといった積極的な措置を伴っているときですら、ほとんど反応しないようにみえるという基本的なパズルを言い換えたにしか過ぎない。

バーナンキは黒田日銀の成果については、比較的好意的だった。しかし、その彼も黒田日銀がインフレ予想の引き上げには失敗していることを認めている。それだけでなく、黒田日銀や岩田などがインフレ予想が上昇しない理由を金融政策以外に責任転嫁をしていることも、批判したのである。

第2節では、黒田日銀がデフレ脱却にも予想インフレ率の引き上げにも失敗していることを示す¹。第3節では、リフレ派理論にしたがった金融政策自体が行き詰っているこ

とを明らかにする。日銀がマネタリーベースを増加するためには国債の購入が必要である。ところが、日銀の大量購入に応じてくれる売り手が枯渇した。その結果、マネタリーベースの急増という政策手段が使えなくなった。また黒田日銀はインフレ目標の達成時期を明示することもやめた。最終的に行き着いた政策手段がイールドカーブ・コントロールである。これは長期金利をゼロ近傍に保つという政策である。しかし、これはバーナンキの言う「超流動性の罫」であり、金融政策の限界を示すものでしかない。

第4節では岩田の言うインフレ予想に働きかける金融政策を理論と実証の双方から批判する。理論面の問題は、インフレ予想に働きかける金融政策に理論的根拠が皆無であることにある。またリフレ派は自分の主張する金融政策はアメリカの主流の経済学の標準的な政策だと主張する。これも間違いであって、2008年の世界金融危機、さらには黒田日銀の結果を受けて、逆にアメリカの主流派経済学者は金融政策の限界を認めるようになっている。最後に、岩田はマネタリーベースを増加させるとインフレ予想が上昇することを実証したと主張する。ところが、第4節ではこの実証が単なる統計のマジックであることも明らかにする。理論的根拠も実証的根拠もない理論に基づいた政策が失敗するのは当然であろう。

第5節では、リフレ派と黒田日銀の責任転嫁論を取り上げる。彼らは失敗の原因を金融政策以外の全てに転嫁して、政策を正当化している。ところが、こうした責任転嫁論には根拠がないだけでなく、リフレ派の物価理論を全面否定するものである。

第6節は結論である。

II デフレ脱却は何時までたっても「道半ば」

2.1 インフレ予想に働きかける金融政策

1980年代のバブルが崩壊すると、日本経済は長期停滞に陥った。この時、日本の長期停滞の原因はバブル崩壊や不良債権などではなく、日銀が金融を緩和せずにデフレを放置していることにあると主張する経済学者が現れた。彼らをリフレ派と言う。しかし、少なくとも1990年代半ば以降は日本の短期金利はほぼゼロである。この金利のゼロ金利下限において、金融政策がいかに機能するのかが問われることとなった。

クルーグマン (Krugman, 1998) は、ゼロ金利制約の下でも、インフレ予想に働きかけることにより金融政策は効果があると主張した。名目金利がゼロでも、インフレ予想を引き上げることにより、実質金利をマイナスへと押し下げていくことが可能となるか

1 本稿のデータは2021年の半ばで終わって、それ以後のデータは使っていない。しかも、第4節で行った回帰分析は2019年までのデータしか扱っていない。けれども、2020年以降、日本と世界の経済はパンデミック危機に見舞われている。2020年以降の日本経済は特殊な状況におかれているため、金融政策の成果の分析、特に計量分析からは省く方がむしろ適切だろう。

らである。

クルーグマンはゼロ金利の制約がなくなる将来には、日銀はマネーストックを増加させることにより、物価を引き上げることができる。だから、日銀が金融緩和を行うだけでは効果がなくとも、物価が上昇するまで金融緩和を続ければ、効果があると主張した。さらに、インフレ予想を引き上げるために、インフレ目標を設定することも訴えた。ただし、クルーグマン (Krugman, 1998, pp.158-160, pp.178-179) は財政拡張も経済的効果があることを認めていた。ただし、財政拡張は長期的な財政状況に耐えがたい影響を与える可能性があるし、政治的な反対を受けるという問題もあることを指摘する (Krugman, 1998, p.178)。

こうしたクルーグマンの主張に触発されたのが、岩田などのリフレ派である。岩田がインフレ予想を高めるための手段としたのが日本型インフレ目標と量的緩和政策である。日本型インフレ目標の特徴は日銀の責任を明確にすると同時に、インフレ予想を高めるために2年程度の達成期限を設けることにある。総裁の任期は5年であるから、長くとも5年の期限をつけないと、総裁の責任を明確にすることはできない。その意味で達成期限は不可欠の要素と言える。その上で量的緩和政策によってマネタリーベースを大量に供給すれば、2%のインフレ目標が達成できるのである。

実は量的緩和政策は2001年3月から実施されていた。しかし、目標を達成することなく、2006年3月に終わっている。

2012年12月に安倍晋三が首相となり、アベノミクスが始まった。アベノミクスの三本の矢のうち、第一の矢として位置づけられたのが、金融政策である。まだ白川方明が日銀総裁だった2013年1月にはインフレ目標が導入された。結果的には安倍に押し切られたが、彼はリフレ派には反対である。インフレ目標の達成も、白川 (2018, 553-557頁) の解釈では、政府と日銀の共同責任である。3月には黒田が日銀総裁に、岩田が副総裁に就任した。4月には量的・質的緩和政策が始まった。

開始時には、マネタリーベースの増加額は年間60兆-70兆円、長期国債の購入額は年間50兆円の予定だった。その規模が巨大なことから異次元緩和とも呼ばれた。日銀は国債の他、社債、株式投資信託 (ETF)、不動産投資信託 (REIT) も購入した。なお量的・質的緩和のうち、マネタリーベースの量を増加させることは量的の部分に、長期国債、社債を購入することにより長期金利、社債の金利を低下させ、ETFやREITの購入によってそのリスクプレミアムを低下させることは質的部分に相当する。そして、彼らはマネタリーベースを2年で2倍にして、年率2%のインフレ目標を達成すると言っていた。

2.2 低迷する消費者物価上昇率

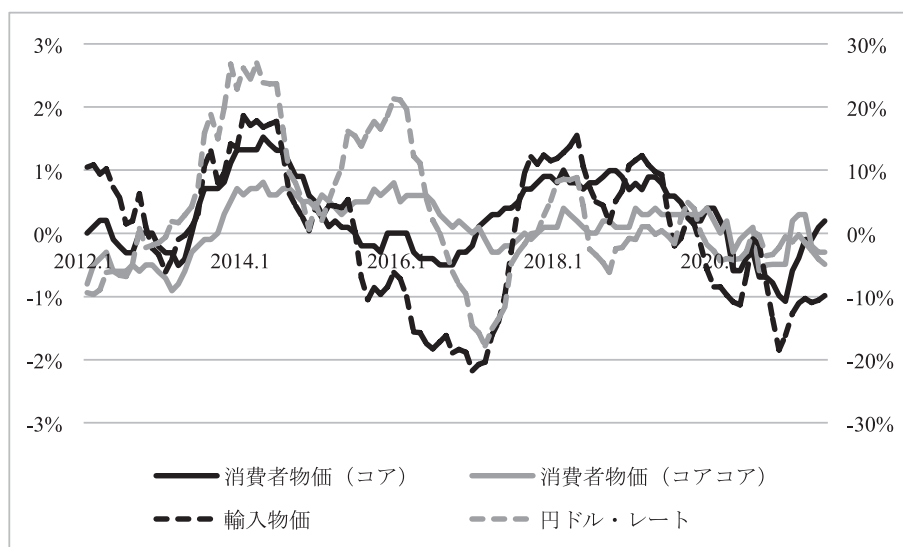
図1は消費者物価上昇率（消費税の効果を除く）、輸入物価上昇率、円ドル・レートの変化率を図示したものである。なお輸入物価上昇率と円ドル・レートの変化率は6カ月前のものである。

日銀が政策目標とするのは生鮮食品を除く消費者物価（コア指数）の上昇率である。この上昇率（前年同月比）は2013年6月からプラスとなる。その後も続けて上昇し、2014年4月に1.5%となる。けれども、この消費者物価の上昇は円安による輸入インフレだった。図を見れば、2012年終わりから急速な円安が進行し、円ドル・レートは2013年半ばには最大で、前年同月比で25%を超える円安が進行した。この急速な円安が最大で前年同月比で20%近い輸入物価の価格上昇をもたらした。

しかし、輸入インフレは長くは続かない。2014年になると輸入物価上昇率は低下した。この輸入物価の急低下をもたらしたのは、世界的なエネルギー価格の急落である。輸入物価の低下は半年程度のラグをともなってコア指数の上昇率を引き下げ、一時期はマイナスとなる。ただし、輸入物価高騰時の消費者物価の上昇と比べると、急落時の消費者物価の落ち込みは少なかった。

筆者は『アベノミクスの終焉』（服部、2014、29-32頁）で、2014年4月頃までの物価上昇は輸入インフレであることを指摘した上で、円安による輸入物価の上昇が終われば、

図1 日本の消費者物価上昇率、輸入物価上昇率、円ドル・レートの変化率（2012年1月－2021年6月）



資料：総務省（2021）、日本銀行（2021 a）。

注1：消費者物価は左目盛り、輸入物価、円ドル・レートは右目盛り。何れも前年同月比。

注2：何れも2015年基準。消費者物価の上昇率は消費税率引き上げの効果を除く。輸入物価と円ドル・レートは6カ月前のもの。

注3：コアは消費者物価指数のエネルギーを除く指数、コアコアは食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く指数。

デフレに戻るだろうと予想した。もちろん、原油価格の急落を予想したわけではないが、輸入物価の上昇が終われば、消費者物価の上昇率も低下するという予想は当たった。

2018年に入ると、コア指数の上昇率は1%まで上昇する。図を見れば、この上昇をもたらしたのも輸入物価の高騰であることが分かる。しかし、新型コロナウイルスが流行する前の2018年末から輸入物価の高騰が終わると、半年程度のラグをとらないコア指数の上昇率も低迷する。

コア指数は世界的なエネルギー価格の乱高下の影響を受ける。そこで、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く指数（コアコア指数）の上昇率を見よう。この指標の上昇率では、2013年10月からプラスになる。2014年4月にピークの0.8%となる。その後、少し低下するが、また上昇し、2015年12月には0.8%となる。

エネルギー価格の急落によって、輸入物価の高騰は2014年末には終わる。しかし、急速な円安は2015年まで続く。この円安がコアコア指数の輸入インフレを持続させていた。しかし、2016年に円安から急速な円高に反転すると、半年程度のラグをとらないコアコア指数の輸入インフレも終わる。その後の物価上昇率は上昇・低下を繰り返す。2020年後半からはマイナスの時が多い。

輸入物価の高騰や急速な円安が進行した時、コア指数やコアコア指数が大きく上昇したのは事実である。しかし、輸入物価の高騰や急速な円安は数年にわたって持続するものではない。だから、輸入物価の高騰や急速な円安が止まるとコア指数やコアコア指数の上昇率も下がる。黒田日銀の時期は消費者物価上昇率がプラスである時期が多い。それにもかかわらず、(2022年の輸入インフレを除くと)2%のインフレ目標が達成できないのは、消費者物価を押し上げているのは、金融政策の力ではなく、輸入物価の高騰だからである。だから、この黒田日銀にとっての順風がなくなると、物価上昇率はゼロ近傍へと戻っていくのである。

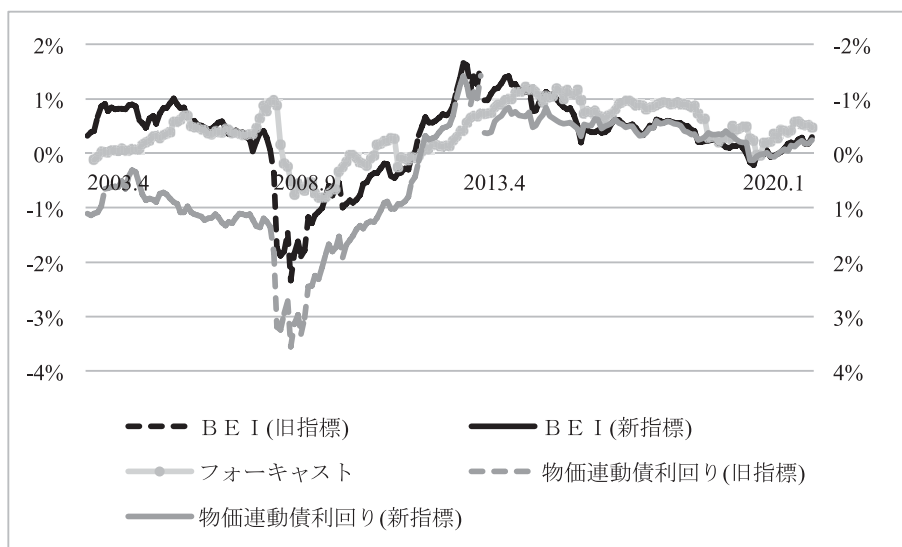
政策が効果を発揮するには時間がかかるのは確かである。街づくりのようなものだとその時間が数十年かそれ以上ということもあるだろう。しかし、短期の景気循環をコントロールする必要のある金融政策は2年もあれば、効果を発揮できるだろう。ここにリフレ派によるデフレ脱却という歴史の実験は大失敗に終わったと結論できる。

2.3 低下するインフレ予想

予想インフレ率の代表的な指標であるブレイク・イーブン・インフレ率とESPフォーキャストの予想インフレ率を図示したのが、図2である。

ブレイク・イーブン・インフレ率は世界金融危機の中でマイナスとなる。最低は2009年2月の-2.3%だった。その後上昇し、2012年11月には0.7%となる。安倍政権が誕生すると急上昇し、2013年2月には1.2%となる。黒田日銀の誕生前はかなり上

図2 日本の予想インフレ率と物価連動債の利回り（2003年4月－2021年9月）



資料：日本相互証券（2021），日本経済研究センター（2021）。

注1：物価連動債利回りは右目盛り，他は左目盛り。

注2：BEIは10年物のブレイク・イーブン・インフレ率。物価連動債の利回りは10年物の国債。2013年10月から新指標。旧指標は物価連動債に元本保証なし，新指標は元本保証あり。フォーキャストはESPフォーキャストのエコノミストの翌年同四半期の消費者物価上昇率の予想の平均値。消費税による価格変動分を除く。

昇していることが分かる。9月には1.6%となる。10月に新指標に切り替わると、1.0%に低下した。その後、上昇し、2014年5月には1.4%となる。しかし、これがピークでその後は低下する。黒田日銀成立後、ブレイク・イーブン・インフレ率の上昇期と言えるのはせいぜい1年少しで終わり、その後は低下が続く。ただし、2021年終わりからは上昇に転じている。

ESPフォーキャストによる予想インフレ率も、世界金融危機後に落ち込み、2009年10月から12月には-0.8%になっていたが、その後は上昇する。安倍首相誕生後も上昇したが、わずかである。2013年2月には0.3%である。そこからさらに上昇し、2014年10月の1.22%がピークである。ここまでの1年半程度が上昇期と言える。その1年少し後の2016年1月は1.16%である。この間、少し上下するが、変化はわずかであるから、停滞期と言えるだろう。停滞期まで含めても、3年足らずである。2月以降は低下期である。ESPフォーキャストの予想は2020年半ばから上昇に転じた。ブレイク・イーブン・インフレ率よりは上昇期・停滞期が伸びているが、黒田日銀の大部分の期間が低下期であることには変わりがない。

ところで、岩田（2012, 104頁）は、FRBは長期的なインフレ率は金融政策によって決まると考えているのに対して、日銀は物価安定のためではなく、流動性制約がある時に、流動性を供給すると述べ、日銀を批判した。さらに、岩田（2012, 109-118頁）は、

それにもかかわらず、金融危機後に白川日銀がマネタリーベースを増加させたために、予想インフレ率が回復したと述べる。この事実をもってリフレ派理論の正しさは証明されたと主張した。しかし、もし岩田の主張が正しければ、物価上昇のためにマネタリーベースを急増させている黒田日銀の下では、白川時代よりもはるかに大きく予想インフレ率が上昇しているだろう。ところが、黒田日銀の下で予想インフレ率が上昇していたのは、指標にもよるが初めの1年か、長くとも3年足らずで、低下している時期の方がはるかに長い。

なぜこうしたことが生じるのだろうか。図を見れば、予想インフレ率は上昇・下降を繰り返していることが分かる。すると、マネタリーベースと予想インフレ率が無関係だとしても、マネタリーベースを増加させた時に、ある確率で予想インフレ率が上昇する。しかし、ほぼ同じ確率で予想インフレ率は低下するはずである。だから、白川日銀時代に予想インフレ率が上昇しても、マネタリーベースの増加が予想インフレ率を引き上げる効果を持つことが証明されたことにはならない。逆に黒田日銀の下で予想インフレ率が低下したことは、反証として決定的である。他ならぬ岩田自身と黒田によって岩田の主張が間違いであることが明らかにされた。

今から振り返れば、単に岩田は金融危機後に予想インフレ率が上昇したのを見て、自分の誤った理論が証明されたと思っただけだった。その後のデータも含めて検証し直すと、岩田の主張は全く成り立たないことは明白である。こうして岩田理論は完全に粉砕された。

Ⅲ 黒田日銀はリフレ派の金融政策を放棄する

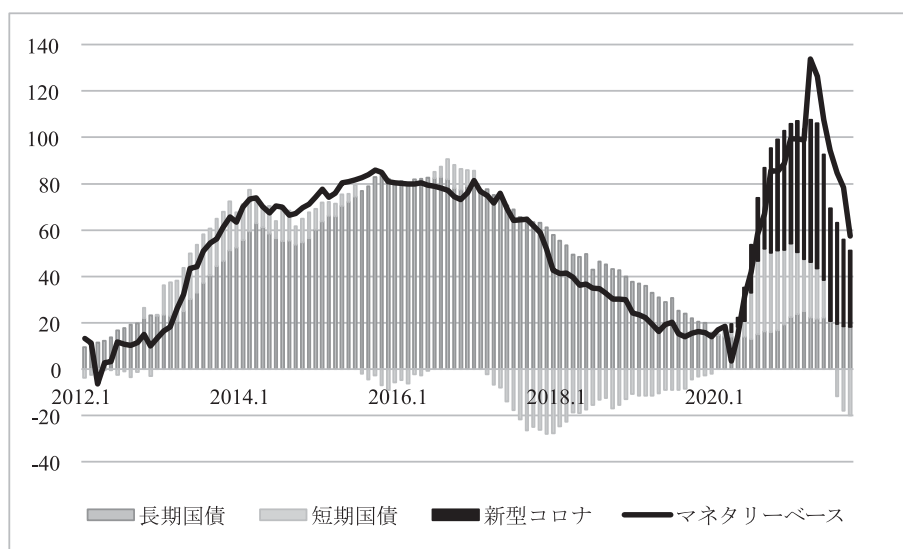
3.1 行き詰まる量的緩和

先述したように、デフレ脱却はいつまでたっても道半ば、予想インフレ率も低下が続いた。もっとも、消費者物価は2021年には少し反転している。リフレ派理論にしたがえば、少なくとも2019年まではさらなるマネタリーベースの増加が必要だったということになる。ところが、実際には金融政策の政策手段自体が枯渇し、黒田日銀はリフレ派理論を事実上放棄した。

先述したように、量的・質的緩和政策の開始時(2013年4月)には、マネタリーベースの増加額は年間60兆-70兆円、長期国債の購入額は年間50兆円の予定だった。しかし、結果が思わしくないために、2014年10月にはマネタリーベースも、長期国債の購入額も予定額を年間80兆円に増加させた。

図3は日銀のマネタリーベースと長期国債の増加額(前年同月差)である。図から最初のうちは予定通り、両者とも増加していたことが分かる。ところが、2017年に入る

図3 マネタリーベースと日銀の保有する長期国債、短期国債、新型コロナ対応金融支援特別オペレーションの増加（2012年1月～2021年9月）



単位 兆円

資料：日本銀行（2021 a）。

注：前年同月差。新型コロナは新型コロナ対応金融支援特別オペレーション。

と明確に、増加額が減少し始めた。2019年終わりから2020年初めにかけては、両者ともに前年同月差で10兆円台か数兆円でしかない。デフレ脱却が道半ばであることは政府・日銀が認めているだけでなく、予想インフレ率も低下が続いていた。これは不思議なことであろう。

日銀が国債を購入してマネタリーベースを増加させるためには、売り手がいなければならない。日本の国債は大量に発行されているが、日銀の購入が巨額であるために、予定するほどは国債を購入することができなくなることが明らかになったのである。2016年には、岩田一政他編（2016, 85-100頁）が、従来のペースで日銀が国債を購入していると、2017年半ばには行き詰まるという計算結果を示していた。未だに日銀は認めていないが、量的・質的緩和は行き詰まり、ステルス・テーパリング（隠れた緩和の縮小）が始まっていたのだった。

ただし、2020年後半からは、マネタリーベースは急増に転じた。最も急増した2021年5月には130兆円を超えた。ただし、長期国債の増加は多い月でも20兆円を超えた程度に留まる。この時期のマネタリーベースの急増を支えたのは新型コロナウイルス対応金融支援特別オペレーションである。これは2020年3月にできたもので、新型コロナウイルスが流行する中、金融機関の貸出を促進するために、日銀が金融機関に貸し出すという時限的な制度である。この新型コロナオペは、最高では60兆円を超える増加

2 現在、金融機関の日銀当座預金は基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高の3段階に分けられ、その

を見せた。新型コロナオペの拡大にともない、銀行の貸出も増加する。2020年7月には全国銀行の貸出は前年同月比で7%も増加した。その他に短期国債も一時期には急増し、2020年後半には30兆円を超える増加を見せた。

新型コロナオペは、資金繰りに困った企業を融資によって支えるという点では少なくとも一時的には大きな効果を発揮した。しかし、保有残高の増加のペースでは急速に衰える。銀行貸出も増加率が低下し、2021年半ばからは1%を切っている。さらに、短期国債は保有残高で見れば、ピークは2020年8月で、その後は急減している。長期国債増加の代わりにマネタリーベースを急増させるこれらの手段も急速に枯渇し始めた。

2021年9月には、日銀は気候変動対応を支援するための資金供給オペレーションを作る。

さて、新型コロナウイルスの蔓延によって苦しむ企業の資金繰りを助けるための金融や、気候変動に対応するための金融それ自体に反対する人は少ないだろう。けれども、こうした政策は政策金融に属することである。かつて日銀が政策金融に乗り出すことに反対したのが、岩田（岩田、2012、125-126頁）などのリフレ派だった。岩田が反対した理由は、日銀に何が成長する産業かを見極める能力がないからである。

3.2 イールドカーブ・コントロールと「超流動性の罠」

量的・質的緩和政策の行き詰まりの中で、新たに導入されたのが2016年2月から始まるマイナス金利政策である。これは日銀当座預金の一部の金利をマイナスとするものである。ところが、マイナス金利導入後、長期金利（10年物国債の金利）もマイナスへと転落した。銀行などは短期で借りた資金を長期で貸し出している。そのため、銀行の収益が圧迫される。長期国債を運用対象の一部としているファンドも収益が悪化し、募集停止となった。このため、マイナス金利政策は金融関係者には評判が悪かった。

そこで日銀は2016年9月に長短金利操作付き量的・質的緩和政策を実施する。これはイールドカーブ・コントロールとオーバーシュート型コミットメントの二つからなる。

オーバーシュート型コミットメントは消費者物価上昇率が安定的に2%以上になるまで、金融緩和を継続するというものである。長期にわたる金融緩和の継続によって予想インフレ率を引き上げることを意図するものである。しかし、これまで日銀は目標の達成に失敗してきたのである。これまで失敗している政策を継続し、物価を引き上げると日銀が約束すると、それを多くの人々は信じるという想定はリフレにとっては都合がよ

ㄨ それぞれ0.1%、0%、-0.1%の金利がつけられている。新型コロナオペを利用すると、利用残高に相当する部分に0.1%の利子がつく。さらに、マクロ加算残高に利用額の2倍が加算され、その分、マイナス金利がつく部分が小さくなる。こうした優遇措置によって銀行の貸出を増加させることを意図したのである。

いが、空想的な想定だろう。

将来の物価上昇の予想に現在の物価を引き上げる効果があるという前提も疑わしい。例えば、消費税の引き上げが消費者物価を引き上げることを疑う人はいないだろう。だから、10年後に政府が消費税の引き上げを固く約束して、国民がそれを信じれば、国民は10年後に物価が上昇すると信じるだろう。けれども、これがさかのぼって現在の物価を引き上げると信じる人は皆無だろう。これと同じ理屈で、10年後にデフレが脱却できたとして、この時に金融政策が物価を引き上げることができたとしても、それが現在の物価を引き上げることができるという想定もまた、リフレ派には都合がよいが、空想的な想定である。

また長期にわたる金融緩和を約束することは、それだけ長くの期間デフレ脱却が達成できないということの日銀自身が認めたことになる。人々が日銀の言うことを信じているとするならば、逆に予想インフレ率は低下することさえあるだろう。ただし、筆者自身は人々が日銀が言うことを疑いもせずに信じ込むという想定は疑わしいと考えている。

国債の残存期間と金利の関係をグラフにしたものをイールドカーブと言う。このイールドカーブをコントロール、具体的には短期金利だけでなく、長期金利もコントロールするのがイールドカーブ・コントロールである。2016年9月には、日銀は長期金利をゼロ近傍に保つとした。

岩田は『日銀日記』（2018 b, 425 頁）でこのイールドカーブ・コントロールは、今の日銀にでき得る最善の金融政策だと言う。ただし、イールドカーブ・コントロールの政策的枠組みにはインフレ予想を引き上げる力がないと言う（岩田, 2018 b, 419 頁）。だから、インフレ目標を達成するのに時間がかかるし、負のショックに対して脆弱だと言う。けれども、長期金利をゼロに保つということは、バーナンキの言う超流動性の罨である。さらに、論理的に考えれば、日銀が最善のことを行ってデフレ脱却という目標が達成できないということ自体が、事実上のリフレ派理論の敗北宣言である。

そもそも岩田の主張は名目金利がゼロで固定されている状況で、インフレ予想を起こすことによって、実質金利をマイナスにすることだったはずである。インフレ期待に働きかけない政策は岩田の最初の戦略を放棄するものである。

それだけではない。流動性プレミアムを無視すれば、10年物の固定金利と予想インフレ率の和が10年物の物価連動債の金利であり、これは同時に実質金利である。そこで、図2には10年物の実質金利の代理変数として、物価連動債の金利も図示している。物価連動債の金利は世界金融危機の後、ブレイク・イーブン・インフレ率が急低下することによって、急上昇した。しかし、その後、危機が収まると、反転し、低下する。物価連動債が新指標に切り替わった2013年10月には上昇するが、これは特殊要因のため

である。その後、しばらくは低下するが、2014年半ばからわずかながらも徐々に上昇している。だから、リフレ派の理論的フレームワークにしたがって評価した場合、黒田日銀は、イールドカーブ・コントロールのかなり前から、予想インフレ率を引き下げることによって徐々に金融を引き締めていることになる。

さらに、現在の金融政策はヴィクセリアンのフレームワークに基づいている。このフレームワークに基づくと、物価を一定に保つ中立実質金利よりも現実の実質金利が低ければ、デフレ圧力が働き、物価はさらに低下する。物価のさらなる低下は現実の実質金利を押し上げ、デフレ圧力を上昇させる。このようにして、デフレ・スパイラルが生じるとされる。だから、主流の金融政策論に基づくとイールドカーブ・コントロールはデフレ・スパイラル促進政策となる。もっとも、現実にはそのようなデフレ・スパイラルは起きていない。これはリフレ派や主流の金融政策論の想定とは異なり、金融政策のデフレ効果がほとんどないことを示すだろう。

最後に通説では中央銀行は名目長期金利をコントロールできないとされている。ところが、黒田日銀はイールドカーブ・コントロールに成功している。これは通説が間違っていることを示している。何が間違っているのだろうか。

通説では、長期金利は次のように決まるとされる。1日の短期の貸借でも10年間借り換えをすれば、10年間の借入と同じとなる。だから、金利裁定によって、10年物の長期金利は、10年分の1日物の短期金利の平均と等しくなる。ただし、現在の時点では10年物の長期金利は分かっているが、10年分の短期金利の平均は分からない。だから、短期金利は予想値となる。予想は誤ることもあるから、その分長期金利にはターム・プレミアムが加算される。また、名目金利は実質金利とインフレ率に分解できる。

その結果、理論的には、

$$\begin{aligned} \text{名目長期金利} &= \text{期間全体の名目短期金利の予想値の平均} + \text{ターム・プレミアム} \\ &= \text{期間全体の実質短期金利の予想値の平均} + \text{期間全体の予想インフレ率の平均} \\ &\quad + \text{ターム・プレミアム} \end{aligned}$$

となる。

中央銀行が民間金融機関から長期国債を大量購入した時、民間金融機関が保有する国債は急減するために、長期国債による損失リスクは低下する。だから、長期金利のターム・プレミアムは低下するだろう。けれども、国債の破綻リスクは低いため、もともと小さいプレミアムの低下は限定的となる。他方、通説では金融緩和を行うとインフレが生じることになっている。両者のうちインフレ効果の方が高いために、名目金利は上昇することになる。ところが、実際には、黒田日銀が長期国債を大量購入しても、インフ

レもインフレ予想も上昇しない。すると、ターム・プレミアムの低下によって長期金利は低下することになる。すなわち、イールドカーブがコントロール可能であること自体が黒田日銀の政策がデフレ脱却には効果がないことを証明しているのである。

以上のように、イールドカーブ・コントロールはリフレ派の考える金融政策の失敗を多様な意味で証明しているのである。

3.3 日本型インフレ目標の放棄

先述したように、インフレ目標は、白川総裁時代の2013年1月導入された。白川はインフレ目標の達成の責任は、日銀だけにあるのではないと書いているが、これは黒田や岩田や、岩田の後を継いで副総裁になった若田部昌澄の考えとは違うだろう。実際、黒田日銀が成立した時、2年で目標を達成すると言っていた。

日本型インフレ目標、あるいは達成期限付きのインフレ目標の最大の問題は、期限付きのインフレ目標を設定しても、期限内に目標が達成できないことにある。表1は黒田日銀のインフレ目標の達成時期の見通しを示したものである。表から達成期限が近づいても、目標が達成できないことが分かると、日銀は達成期限を先延ばしたことが分かる。ところが、先延ばしをしても、達成できないのでまた先延ばしをする。しかも、先延ばしを続けるにしたがって、達成期限までの期間が長くなっていく。

岩田やリフレ派の主張ではこうした状況では日銀は責任をとらなければならない。ところが、岩田も含めて誰も責任をとろうとしない。こうした状況を見て、マスコミや市場関係者は日銀を馬鹿にし始めた。ついに2018年4月、目標の達成期限の明示をやめた。ここに日本型インフレ目標は事実上終わった。これもまた日銀の事実上の敗北宣言だと馬鹿にされている（例えば、小玉，2018）。ここから生じる常識的な結論は達成できない目標は初めから掲げない方がよいというものである。期限つきだが、達成できないインフレ目標は日銀の信認を破壊する最悪の政策だった。

表1 日銀の物価目標の達成時期の見通し

2013年4月（最初）	2年程度の期間
2014年10月	2015年度を中心とする期間
2015年4月	2016年度前半頃
2015年10月	2016年度後半頃
2016年4月	2017年度中
2016年10月	2018年度頃
2017年7月	2019年度頃
2018年4月	公表を取りやめ

資料：日本銀行（2021 b）。

4月の総裁定例記者会見において、黒田はこれまでの『展望レポート』での見通しも、見通しであって、政策と機械的に結びついているわけではないと述べた。見通しは見通しにすぎず、達成できない場合でも、責任をとらなくともよいのである。初めから日本型インフレ目標は存在しなかったのである。これも官僚が責任をとらないための知恵と言えよう。

しかし、黒田（日本銀行，2018）は4月の記者会見で、「2019年度頃に2%程度に達する可能性が高いと私は思っています」と述べた。ところが、2019年度の消費者物価（生鮮食品を除く）上昇率は、消費税の引き上げを除くと、0.4%で、2017年度の0.7%よりも低い。この個人的な見通しも大外れだった。けれども、黒田の個人的な見通しは個人的な見通しだから、責任をとらなくともよいのである。

期限付きのインフレ目標を設定しても、国民のインフレ予想は上昇しない。失敗を繰り返しているにもかかわらず、誰も責任をとらない。こうしてリフレ派の日本型インフレ目標政策も終わった。

ところで、日銀は半年ごとに経済と物価の見通しを示すレポートをだしていた。2016年からは四半期ごとにだすように変わった。資料はこのうち、節目となる時期の物価見通しを示したものである。

資料 日本銀行の物価見通し

2013年4月 黒田日銀成立後最初の見通し

以上を前提に、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて物価情勢の先行きを展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。今回の2014年度までの消費者物価の見通しを、1月の中間評価時点と比較すると、上振れしている。

2014年10月 インフレ目標の達成時期の最初の先送り

以上を踏まえ、消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくも、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。2016年度までの消費者物価の見通しを7月の中間評価時点と比較すると、2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの、2016年度については概ね不変である。

2015年10月 原油価格の急落により消費者物価上昇率がマイナスに

以上を踏まえ、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比の先行きを展望すると、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、同価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016年度後半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる。7月の中間評価時

点と比較すると、2015年度と2016年度については、原油価格下落の影響などから下振れているものの、2017年度については概ね不変である。

2016年10月 下振れリスクの言及を追加（イールドカーブ・コントロールの導入後）

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面小幅のマイナスないし0%程度で推移するとみられるが、マクロ的な需給バランスが改善し、中長期的な予想物価上昇率も高まるにつれて、見通し期間の後半には2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

リスクバランスをみると、経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい。物価面では、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているとみられるものの、前回見通しに比べると幾分弱まっており、今後、注意深く点検していく必要がある。

2018年4月 日本型インフレ目標の事実上の放棄

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、企業の賃金・価格設定スタンスがなお慎重なものにとどまっていることなどを背景に、エネルギー価格の影響を除いてみると、景気の拡大や労働需給の引き締まりに比べて、弱めの動きが続いている。もっとも、マクロ的な需給ギャップが改善を続けるもとで、企業の賃金・価格設定スタンスが次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も高まるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、プラス幅の拡大基調を続け、2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。

リスクバランスをみると、経済については、2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、2019年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価については、下振れリスクの方が大きい。物価面では、マクロ的な需給ギャップが改善を続け、中長期的な予想物価上昇率も次第に高まるとみられるもとで、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

2020年1月 日本で新型コロナウイルスが流行する直前

先行きの物価を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、既往の原油価格の下落の影響などを受けつつも、見通し期間を通じてマクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。

リスクバランスをみると、経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きい。2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されているが、なお力強さに欠けており、引き続き注意深く点検していく必要がある。

2020年4月 新型コロナウイルスの流行の中で

また、物価についても、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症の拡大や原油価格の下落などの影響を受けて弱含むとみられる。

リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、新型コロナウイルス感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。

資料：日本銀行（2021b）。

表現は違いがあっても、日銀の物価見通しは、2020年に新型コロナウイルスが流行する前までは、目標とする2%に向かって上昇するというもので一貫していることが分かる。2017年にインフレ目標の達成時期の見通しの公表をやめた後もそれは変わらない。資料に引用していない時期でも変わりはない。これらの見通しは全て間違っていることが明らかになっているにもかかわらず、同じ見通しを繰り返している。経済予測は

基本的に当たらないとしても、ここまで一貫して外すとは驚くべき無能ぶりである。もっとも、新型コロナウイルスの蔓延を受けて、2020年4月以降は物価見通しに変化が生じている。

2016年10月からはリスク・バランスにも言及している。そして、リスク・バランスも常に下振れリスクに偏っていることで一貫している。この間の日銀の見通しが全て外れていることを考えると、普通の人にはリスク・バランスが偏っているのではなく、元の物価見通しが高すぎるだけのことだと考えるだろう。

けれども、こうした当たらないインフレ見通しは無能の結果ではないかもしれない。インフレ目標は日銀の公約であり、インフレ目標が達成できないことはリフレ派理論の敗北にもなる。さらに、リフレ派理論によると、インフレ予想がインフレを引き起こすことになるから、日銀のインフレ予想を引き下げること自体が、デフレ脱却を妨げることになる。だから、彼らは見通しが当たらない可能性が高いと思いつつ、当たらない見通しをだし続けていた可能性が高いと筆者は考えている。

けれども、こうした日銀の事情は金融市場の関係者はよく知っているだろう。そうでなければ、プロとして失格と言える。だから、日銀とリフレ派の都合で当たらない物価見通しを公表しても、金融市場の関係者は騙されない。逆に彼らは日銀を馬鹿にしただけである。そもそも過激なことを言えばよいという思考自体が妄想である。実現の可能性がないインフレ目標を掲げても、市場は実現するとは思わない。実際に目標が達成されなかったのを見て、市場は最初の実効性がないと判断したことは正しかったと確信するだけである³。

日本型インフレ目標、マネタリーベースの増加策、インフレ予想に働きかける金融政策といったリフレ派の金融政策を、今の黒田日銀は全てを事実上放棄している。けれども、無謬で硬直的な官僚機構は自らの失敗を認めない。政策の行き詰まりも認めない。あたかも今までと同じように金融緩和が続いているかの如く装い、近い将来にデフレは必ず脱却できると言い続けるのである。

IV リフレ派の常識は経済学の非常識

4.1 クルーグマン・モデル

インフレ予想に働きかける金融政策の理論的問題は理論的根拠がないことにある。吉川(2009, 143頁)は、クルーグマン・モデルに対して「『名目金利がゼロになっても期

3 ただし、これは金融業界などのプロについての話である。ほとんどの国民は金融政策のことをよく知らないし、関心もない。だから、単に知らないという理由で黒田日銀も仕事を適切に行っているだろうと考えている国民は少なくないかもしれない。けれども、日銀が何をしているか知らないし、関心もない人々のインフレ予想に、日銀は直接働きかけることもできないだろう。

待インフレ率を高めれば、実質金利が低下し景気は回復する』という議論だけならば、誰にでも言える」と評している。そもそも、流動性の罨や金利のゼロ下限という言葉には、そこでは金融政策が無効となるという意味が含まれている。効果がない政策を行って効果があるとは誰も思わないだろう。

消費税を引き上げれば、物価が上昇することを疑う人は皆無だろう。消費税の引き上げは企業にとってコストになる。今までの価格で販売すると利益が圧迫されるので、企業は価格を引き上げる。これは中学生でも理解できる簡単な話である。ただし、消費税の引き上げは实体经济をむしろ悪化させるだろう。

しかし、消費税が物価を引き上げるのはコストが増加するからであって、予想インフレ率が高まるからではない。逆に消費税が物価を引き上げることを皆が理解しているから予想インフレ率が高まるのである。ここにはリフレ派が想定するインフレ予想の自己実現などは全く働いていない。このことから物価の引き上げには予想インフレ率の上昇や、金融政策ですら不可欠とは言えないことが分かる。さらに、消費税の引き上げは経済を悪化させることから、物価が上昇しても实体经济が改善するとは限らないことが分かる。

リフレ派はインフレ目標とマネタリーベースの増加によって予想インフレ率が上昇すれば、現実のインフレ率が上昇し、实体经济も改善されるということを常識のように語る。けれども、何れの経路も全く自明ではない。それにもかかわらず、リフレ派は誰も理論的根拠を示さない。むしろ示さないのではなく、示せないのである。

貨幣数量説に基づいてインフレは貨幣的現象と主張するのは、フリードマンなどのマネタリストである。フリードマン（例えば、Friedman and Schwartz, 1963, Chapter 7, pp.299-419）は1930年代のアメリカの大恐慌はFRBがマネーストックを急減させたためだと主張していたことは有名である。しかし、貨幣数量説が単純には成り立たないのは、貨幣を退蔵する可能性があるからである。こうした可能性を考えたのがケインズが論じた流動性の罨論だった。現在の日本では、マネーストックと物価の間に明確な関係がないことを吉川（2009, 147-152頁）は論証している。加えて、マネーストックとは何かも定かではない。日本でもマネーストックの指標として、M1, M2, M3, 広義流動性といった指標が存在する。

さらに、フリードマンなどのマネタリストが問題にしたのは、マネーストックであって、マネタリーベースではない。クルーグマン（Krugman, 1998, p.157）は金利のゼロ下限では、貨幣と債券が完全代替となるために、マネタリーベースの増加がマネーストックの増加に結びつかない可能性がある」と主張した。さらに、1929年-1933年の大恐慌期のアメリカでも、実際にマネタリーベースは増加しているにもかかわらず、マネーストックは減少していたことを指摘する（Krugman, 1998, Figure 3, p.155）。マネタリー

ベースの急増にもかかわらず、マネーストックがこれに連動して増加しないということは、黒田日銀下の日本だけでなく、世界金融危機後の欧米でも生じたことである（例えば、Goodhart, 2010 参照）。マネタリストの立場に立っても、金融政策は無効となる。

けれども、先述したように、クルーグマン（Krugman, 1998）はゼロ金利制約下でも金融政策は予想に働きかけて効果を発揮できると主張した。クルーグマン・モデルでは流動性の罫の下にある現在の金融緩和に効果がなくとも、流動性の罫を抜け出した将来の金融緩和には効果があるからである。だから、将来に金融緩和を行えば、その効果がさかのぼって現在の物価を引き上げることができると言う。これを文字通り解釈すると、現在デフレ脱却ができないのは、黒田日銀の責任ではなく、まだ誰かも決まっていない黒田の後任が十分な金融緩和を行わないためということになる。あるいは黒田の後任者は白川日銀時代やそれ以前に日本のデフレを脱却させることができることになる。こうしたことはあり得ない話である。

抽象的な数理モデルの世界では、現在と将来からなる2期間モデルと自国と外国からなる2カ国モデルでは、2期間モデルには利子率が存在し、2国モデルには為替レートが存在するなどの違いがあるが、基本的にはモデルの構造は同じである。そして、2国モデルにおいて外国の金融政策が外国の需要を拡大し、それが自国の需要を拡大させることによって、自国の物価を引き上げるということは起こり得ることだろう。けれども、将来の金融政策が現在の需要を拡大し、現在の価格を引き上げるということはあり得ない。ここに時間と空間の根本的な違いがある。抽象的な数理モデルは時間と空間の違いを無視することによって、現実世界では起こり得ない出来事を引き起こしているのである。

けれども、人間は将来の結果を予想して、現在の行動を決めている。だから、将来の政策が現在に影響を与えることはあり得なくとも、将来の政策に関する予想が現在に影響を与えることはあり得る話である。将来の政策を将来の政策の予想と読み替えることによって、現実的に見える結果を引き出すことができる。けれども、クルーグマンの論文には人々のインフレ予想を高めるために日銀が現在何をしたらよいかの具体策がない。

実際、クルーグマンの論文に対する討論（Krugman, 1998, pp.201）でも、ロバート・ゴードンはインフレ予想は実際のインフレに適応する一方で、財、サービス、労働市場にプレッシャーがない限り人々はインフレの上昇を経験しないと指摘している。ブラインダーはゴードンに賛同した。クルーグマンのインフレ政策は実施できれば機能するが、そのためには日銀がインフレ予想を作り出すことが必要である。そのためには将来は過去とは違うことと人々を説得しなければならない。けれども、過去の日本の経験からクルーグマンが提案する4%のインフレ予想を作り出すことは困難だと述べた。この

ようにインフレ目標をたてても、日銀はそれを実現する能力に欠けているから、失敗するという懐疑論は、当初から存在していた。黒田日銀の経験はこうした懐疑論が正しかったことを証明した。

また、クルーグマン・モデルの課題は流動性の罫をいかにして抜け出すことができるかにある。しかし、クルーグマンは将来には流動性の罫から抜け出でていると仮定しているだけで、どのようにして流動性の罫を抜け出したかは全く書いていない。問題は仮定によって予め解決されている。これは循環論法である。もし流動性の罫を抜け出すことができたことが、現在の金融緩和の効果ならば、現在、流動性の罫の下にあるという仮定に反する。金融政策以外の政策の効果ならば、その政策を実施するべきだということになる。

吉川（2009, 143 頁）も、クルーグマン・モデルでは、将来において流動性の罫を抜け出し、金融政策が有効になっていることが重要なポイントであることを指摘している。サマーズ（Summers, 2015）も、将来には流動性の罫を抜け出しているという仮定を「私には常に『缶切りを仮定する』経済学者の傾向の古典的な例に見える」と評している。缶切りの仮定とは経済学の仮定の非現実性を揶揄する有名なジョークを指す。無人島に物理学者、化学者、経済学者の3人が漂流した。彼らは缶詰を持っていたが、缶切りがない。そこで、彼らはそれぞれ、缶を開ける方法について提案した。この時、経済学者が提案したのは、「ここに、缶切りがあるとしよう」ということだった。クルーグマンは都合のよい結論を導くために、非現実的な仮定をおいているだけだと、サマーズは言ったのである。

以上の二つがクルーグマン・モデルの主要な問題点である。これ加えて、細かな問題点もある。

吉川（2009, 144-147 頁）はモデルの非現実性を指摘する。第一に将来の物価は将来の金融政策によって決まるから、現在の物価が下がるほど、現在から将来にかけての物価上昇率は高まることになる。しかし、現在の物価が下がるほど人々のインフレ予想が高まるのは不自然だと言う。第二に需要の利子弾力性の高さを仮定していることにある。そもそも利子弾力性が高ければ、流動性の罫に陥らなかったはずだと言う。この批判は世界金融危機後の欧米の経験を見ても正しいだろう。日本だけでなく、欧米でも異例とも言える金融危機が行われたが、危機を完全には克服できなかったのである。

将来、流動性の罫を抜け出すことができるとして、それが何時なのかも問題である。抜け出したのが1カ月程度の比較的短い将来ならば、将来の金融緩和の予想が現在の物価を引き上げるという話に現実性を感じることができるかもしれない。けれども、10年後のように遠い将来であるならば、現実性があるとは思えないだろう。実際、10年後の消費税の引き上げは10年後の物価を引き上げることは確かであるけれども、10年

後の消費税の引き上げが現在の物価を引き上げると考える人はいないだろう。期間の具体的な長さも考えないことも、抽象モデルの特徴と言える。

また将来の生産に拡張の余地がある場合には、需要の増加は将来の生産の拡大により解決できる場合もあろう。この時、将来の財の価格は上昇しないかもしれない。この場合には抽象的なモデルにおいても、さかのぼって現在の価格が上昇することもないだろう。

4.2 岩田モデル

しかし、このクルーグマンの主張を発展させて、岩田やリフレ派は、日本型インフレ目標とマネタリーベースの増加を提案した。岩田 (2012, 38-39 頁) はインフレ目標に実効性を持たせるために、日銀法を改正して、日銀に 2-3% のインフレ率を義務づけるべきだと主張した。クルーグマンと同じく、岩田 (2012, 217-220 頁) もデフレと超円高からの脱却のために、貨幣と銀行貸出の増加は不必要と主張する。金融政策によって予想インフレ率が高まると、あまった貨幣を人々が支出するようになるから、それで十分だと言う。

しかし、インフレ目標は目標であって、政策ではない。目標は達成できることもあるし、できないこともあるのも当たり前の話である。期限を決めて日銀の責任を明確にすれば、インフレ目標が目標を達成できるという主張には全く理論的な根拠がない⁴。現に日本型インフレ目標は目標を達成することなく終わっている。

さらに、クルーグマン・モデルでは、現在の物価を引き上げるのは、将来の金融政策、あるいは将来の金融政策の予想であり、現在の金融政策ではない。だから、マネタリーベースの増加が予想インフレ率を引き上げるといふ岩田の主張はクルーグマン・モデルからはでてこない。それにもかかわらず、マネタリーベースが増加するとなぜ人々の予想インフレ率が高まるのかという理論的根拠を岩田 (2012) は全く説明していない。

副総裁に就任後の、2013 年の講演では、岩田 (2013) は予想インフレ率が上昇すると実質金利が下がり、需要が増加するという説明をしている。吉川が指摘するように、実質金利がゼロでも予想インフレ率が上昇すると実質金利が低下するというのは自明のことだが、マネタリーベースが増加すれば、予想インフレ率が上昇するというのは全然

4 安倍政権は財界などに賃金上昇を働きかけた。これは官製春闘と呼ばれたが、多少は賃金上昇につながった。しかし、その程度は 1% にも満たない。逆に少子化対策は新アベノミクスの一つの柱だったけれども、それまで上昇していた出生率は、その後低下に転じた。このように政府が目標を設定し働きかければ、国民は協力し、結果がでる場合もあるが、そうでない場合もある。黒田日銀がインフレ目標を設定すれば、それに応じてスーパーなど小売店が商品の価格を引き上げることは論理的にはあり得るかもしれない。けれども、筆者は、日銀がインフレ目標を設定したという理由で、価格を引き上げたスーパーやその他の小売店を知らない。

自明ではない。けれども、この講演でも肝心のマネタリーベースの増加が予想インフレ率をなぜ高めるかを岩田は説明しない。現在の日銀（日本銀行，2016 a, 4 頁参照）の説明でもマネタリーベースとインフレ予想には長期的には関係があると言う。しかし、その理由は書いていない。

量的緩和が実施されると、日本でもアメリカでもヨーロッパでも、マネタリーベースの増加のほとんどが超過準備となった。銀行は銀行間の資金の決済のために一定の準備は必要であり、ほとんどの中央銀行は銀行が積むべき法定準備を定めている。だから、中央銀行がこの必要な準備を供給することは不可欠である。しかし、準備を積んでも預金が増加しないから過剰な準備となるのである。過剰な準備に効果がないというのはむしろ常識的な考えであろう。岩田（例えば，2012, 109-112 頁）はこれにも反対するが、その理論的根拠は示さない。代わりに日米ともにマネタリーベースと予想インフレ率の間には相関があることを図に示している。ところが、これは岩田が推計した期間で相関が正であっただけで、一般的には成り立たない（後の 4.4-4.6 参照）。

住宅ローンの金利が下がったという理由で住宅を購入する人はいるだろう。だから、アメリカなどで実際に起きたように、金利の引き下げが行きすぎれば、住宅バブルになるだろう。もっとも、バブルが起こっても、インフレになるとは限らないのも 1980 年代後半の日本や、1990 年代後半と 2000 年代前半のアメリカの例が示している。

反対に、マネタリーベースが増加したからといって、住宅を買う人はいないだろう。そもそも、ほとんどの人はマネタリーベースが何であるのかさえも説明できないだろう。マネタリーベースが何かを知っている人でも、日本のマネタリーベースが何百兆円あるかをリアルタイムで把握している人は圧倒的少数派だろう（筆者もリアルタイムではチェックしていない）。マネタリーベースの変化が金利を変化させて、それが住宅投資を増加させるというのは、まだ理解できる。しかし、マネタリーベースが直接予想インフレ率を動かして、住宅投資を増加させるというのは、現実を知らない経済学者の「缶切りの仮定」と言える。

安達（2013, 117-119 頁）は日銀が GDP 比 200% にのぼる国債を全て購入しても、経済は変わらないということは、常識的に考えてあり得ないと述べている。ところが、安達も国債を日銀が大量購入すれば、インフレが起きるとするのはなぜ「常識」なのかを説明しない。

経済学のモデルはたてた仮定から結論を引き出すものである。この時に都合のよい仮定をたてれば、都合のよい結論を導き出すことができる。「缶切りのジョーク」が示すように、経済学は非現実的な仮定をたてて、非現実的な結論を引き出しているだけだという批判は、経済学に対する批判として一般的なものである。リフレ派のインフレ予想に働きかける金融政策もまた、こうした空想的な仮定に基づく空論だと言える。この空

論の最大の問題点は、絶対的に不可欠な仮定の根拠を誰も説明できないことにある。

4.3 今ではアメリカの主流の経済学の標準でもない

リフレ派は自己の主張するインフレ予想に働きかける金融政策はアメリカの主流の経済学では標準的な政策だと言う。これも事実⁵に反する。日本は明治維新以来、欧米に倣って近代化を進めてきた。第二次大戦後は戦勝国アメリカの主導で戦後改革が行われた。そのため、現在でも改革を推し進めようとする人々は、アメリカ標準を導入すると称することは少なくない。ところが、アメリカ標準と言われる改革がアメリカのオリジナルとは全く異なることも少なくない。リフレ派もこの点では日本の改革論の伝統を踏まえていると言える。

2013年には日銀が国債を買えばインフレが起きるのは常識と書いていた安達(2019, 155頁)は、2019年には、標準的なマクロ経済学のモデルでは、金利政策以外は考慮されず、金利政策は政策金利がゼロになると限界点に達し、それ以降は何もできない状態になっていると書いています。また現在、量的緩和政策が行われ、その効果を実証することが時代の要請となっているが、なかなか有効な答えが見つけれられないとも書いています。

世界金融危機後、バーナンキは3度の量的緩和政策を実施したと一般的には言われている。この実践はリフレ派にとって模範となるものだろう。しかし、バーナンキ(Bernanke, 2017, pp.24 n, 邦訳, 28頁注)は実施したのは量的緩和ではないと述べている。名称も信用緩和としたかったが、これには成功しなかったと言う。世界金融危機後はアメリカでも金利はゼロとなった。しかし、ゼロになったのは短期金利であって、長期国債の金利やリスクの高い債券の金利はゼロにはなっていない。だから、長期国債やリスクの高い債券を購入し、これらの金利を引き下げることは可能である。実際、世界金融危機後、アメリカでは、長期国債や不動産担保ローン証券を購入することによって、これらの金利を引き下げようとしたのである。証券購入の代金が支払われる結果、マネタリーベースは増加するが、それは意図するところではなかったのである。こうした政策は黒田日銀の質的緩和に相当するものだろう。

けれども、長期金利にもゼロ金利制約がある。バーナンキ(Bernanke, 2017, p.30, 邦訳, 36頁)が超流動性の罠に陥った日本では追加の金融緩和の効果は限定的だと論じていたことは先述した。

安達(2019, 145-149頁)も金利がゼロとなった国債を現金と交換しても、単なる現

5 もっとも、長期国債の買い入れがインフレ率を引き上げるのであれば、長期国債を買い入れると長期利子率は上昇するはずである。逆に言えば、信用緩和政策が長期金利を引き下げということは、信用緩和政策にインフレ上昇の効果がないということを証明したことになる。

金と現金の交換になると書いている。これを踏まえて、安達は国債の金利を考慮したデビジア指数を考案した。このデビジア指数は2013年以降急上昇していたが、マイナス金利導入が長期国債の金利をもマイナスにした結果、急落した。その後、イールドカーブ・コントロールの下で急回復するが、2019年に入ると急低下する。これを踏まえて、安達は長期国債の利回りもゼロに近づいた状況では金融緩和効果はあまり期待できないと述べている。この分析も黒田日銀が超流動性の罫の下にあることを支持している。

バーナンキ（Bernanke, 2020）は、世界金融危機後の実践を踏まえて、非伝統的な金融政策の有効性を主張した。この論文に長期金利の引き下げという意味での量的緩和政策や、フォワード・ガイダンスは登場する。けれども、バーナンキは量的緩和とフォワード・ガイダンスは、名目中立金利が-2から-3%までの場合には対応できるが、それ以下になると対応できないと言う。金利引き下げ政策は長期金利のゼロ下限になると達すると限界となるのである。

仮に岩田が言うように、マネタリーベースの増加が予想インフレ率を引き上げることができるならば、名目中立金利-3%の下限の下でも、予想インフレ率の上昇を通じて、実質金利を引き下げることができるはずである。ところが、この論文にはマネタリーベースの増加によって予想インフレ率を引き上げるといような政策は登場しない。それどころか、バーナンキの論文には金融政策が直接予想インフレ率に影響を及ぼすことによって、インフレ率を引き上げるという主張もない。

また世界金融危機時にFRB副議長だったコーン（Kohn and Sachs, 2020, p.449）は、「資産の購入は取得した資産の価格を通じて機能した。供給されたハイ・パワー・マネーの量それ自体はインフレーションまたはインフレ予想にわずかな効果しか持たないように見える」と言う。バーナンキを支えた副議長自身がマネタリーベースの供給量はインフレにはわずかにしか影響しないと述べている。

リフレ派が主張するインフレ予想に働きかける金融政策が、アメリカの主流の経済学の常識であるという主張も全く根拠がない。逆に世界金融危機後のアメリカも含む各国の金融政策の実践や、さらに黒田日銀の実践を通じてアメリカの主流の経済学者は非伝統的な金融政策の効果について一層懐疑的になっているのである。

4.4 岩田の実証は統計のマジック

けれども、理論の正しさを最終的に証明するのは、偉い経済学者がそれについて何を言ったかではなく、実証されるかどうかである。

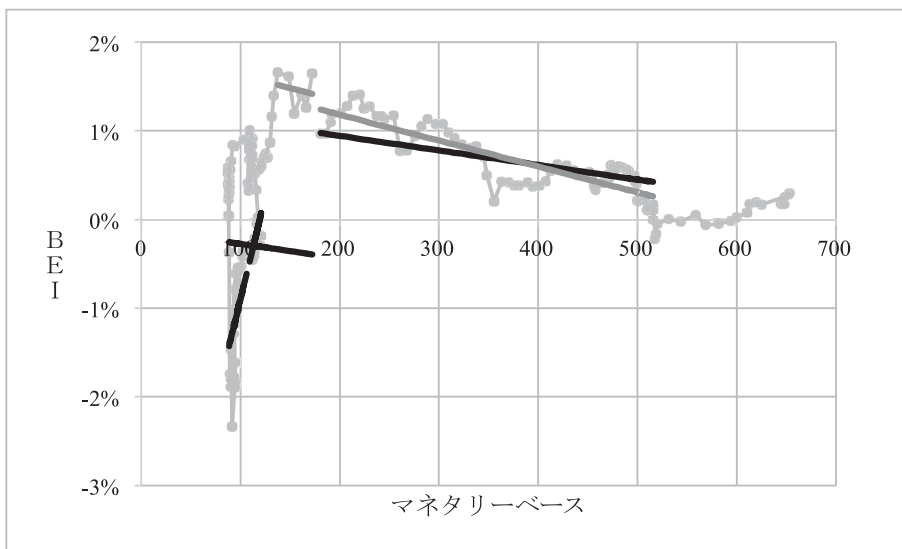
岩田（2012, 図4-10, 117頁, 図4-7, 110頁）では第1回の量的緩和政策とその終了後の2004年3月から2008年3月までと、リーマン・ショック後の2008年9月から

2012年2月からの期間について、半年ごとのデータで、マネタリーベースと予想インフレ率の間の相関が、0.8から0.9と極めて強いことを示している。なお、岩田が予想インフレ率の指標として使っているのは、前者では日経 QUICK であり、後者ではブルームバーグが提供する7年物のブレイク・イーブン・インフレ率である。しかし、岩田が実証と称するものは統計のマジックである。ここでマジックと書く理由は種があるからである。以下はその種明かしである。

図4は月次データによるマネタリーベースと10年物の国債の利回りの関係を図示したものである。表2はマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率の間の関係を推計したものである。図4にはこの推計結果を基に重回帰線も示している。ただし、日銀がマネタリーベースの統計を公表するのは翌月である。それを考慮して、マネタリーベースは1月前のデータを使っている。なお、岩田は7年物のブレイク・イーブン・インフレ率を使っている。しかし、ブルームバーグが提供する7年物のブレイク・イーブン・インフレ率には途中の欠落もある。代わりに図では日本相互証券提供の10年物のブレイク・イーブン・インフレ率を使っている。また、ブレイク・イーブン・インフレ率は2013年10月以降、物価連動債に元本保証をつけた新指標に代わっている。

岩田(2012)が『日本銀行』で使っているデータは2008年9月から2012年2月ま

図4 日本のマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率 (2004年3月-2021年9月)



単位：マネタリーベースは兆円

資料：日本相互証券(2021)、日本銀行(2021a)。

注1：BEIは10年物のブレイク・イーブン・インフレ率。2013年10月から新指標。旧指標はインフレ連動債に元本保証なし、新指標は元本保証あり。

注2：マネタリーベースは季節調整値、1カ月前。

注3：重回帰線は表2に掲載した推計結果に基づいて引いている。黒の実線が2008年9月-2019年12月、黒の点線が2008年9月-2012年2月、灰色の実線が2013年4月-2019年12月である。

表2 日本のマネタリーベースとブレイク・オープン・インフレ率の関係

従属変数 ブレイク・オープン・インフレ率, 最小二乗法
レベル

	2008年9月-2019年12月			
定数	-0.0011	-0.88	-0.0012	-0.94
MB (-1)	-0.0016**	-2.18		
MB			-0.0015**	-2.01
D1	0.014***	5.71	0.0136***	5.50
R ²	0.315		0.311	
\bar{R}^2	0.304		0.301	
DW	0.143		0.141	

	2008年9月-2012年2月		2013年4月-2019年12月	
定数	-0.0550***	-8.25	0.0192***	24.97
MB (-1)	0.0461***	6.99	-0.0029***	-15.70
D1			-0.0016*	-1.83
R ²	0.550		0.826	
\bar{R}^2	0.539		0.822	
DW	0.715		0.549	

差分, 増加率 (1カ月)

	2008年10月-2019年12月			
定数	0.0001	0.33	0.0003	0.03
MB (-1)	0.0014	0.14		
MB			-0.0002	-0.02
D2	-0.0069***	-3.30	-0.0069***	-3.32
R ²	0.077		0.077	
\bar{R}^2	0.063		0.063	
DW	1.781		1.782	

差分, 増加率 (12カ月)

	2009年9月-2019年12月			
定数	0.0041***	5.14	0.0036***	4.47
MB (-1)	-0.0139***	-3.42		
MB			-0.0106***	-2.62
D3	0.0025	1.27	0.0014	0.69
R ²	0.099		0.065	
\bar{R}^2	0.084		0.049	
DW	0.250		0.227	

資料：日本相互証券 (2021), 日本銀行 (2021 a)。

注1：ブレイク・オープン・インフレ率は10年物の国債。2013年10月から新指標。旧指標はインフレ連動債に元本保証なし, 新指標は元本保証あり。

注2：MBはマネタリーベース。季節調整値。ただし, 12期の差分, 増加率のモデルでは季節調整なし。

注3：レベルのモデルはブレイク・オープン・インフレ率, マネタリーベースともにレベル。マネタリーベースは100兆円。差分, 増加率 (1カ月) のモデルではブレイク・オープン・インフレ率は1ヶ月前との差, マネタリーベースは1カ月前との増加率。差分, 増加率 (12カ月) のモデルではブレイク・オープン・インフレ率は前年同月差, マネタリーベースは前年同月比を使用した。(-1)は1カ月前のデータであることを示す。D1はブレイク・オープン・インフレ率が新指標に切り替わった2013年10月以降全て, D2は2013年10月のみ, D3は2013年10月-2014年9月を1とするダミー変数。

である。そこで、2008年9月から2012年2月までのデータで推計すると、マネタリーベース100兆円の増加はブレイク・イーブン・インフレ率を4.6%引き上げるという結果が得られた。1%水準で有意性もある。自由度修正済み決定係数も高い。月次データでも岩田が推計した期間では岩田の主張は裏づけられているように見える。

けれども、新型コロナウイルスが流行する前の2019年12月までに期間を延長すると、マネタリーベースの係数は大きくないが、マイナスである。しかも5%水準で有意性もある。自由度修正済み決定係数も0.30と低くない。なお、念のために、ラグをつけずに両者の関係を推計しても結果はそれほど変わらなかった。さらに、リフレ派にとって悲惨な結果となったのは、黒田日銀時代である。量的・質的緩和政策が始まったのは2013年4月である。2013年4月から2019年12月の期間では、マネタリーベースの係数はマイナスで、しかも1%水準で有意性を持つ。自由度修正済み決定係数も0.8を超えかなり高い。ただし、マネタリーベースのマイナス効果は小さい。

このように、最近のデータも加味して検証し直すと岩田の主張は全く成り立たないことは明らかとなる。そもそも図4を見て、マネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率の間に単純に線形の関係があると考える人はいないだろう。

図2が示すように、ブレイク・イーブン・インフレ率は4年程度の期間を取り出せば、上昇している時も、低下している時もある。他方、マネタリーベースは第1回の量的緩和政策終了後のように減少している時期もあるが、全体的には増加している。だから、4年程度の単位ではマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率の間に因果関係が皆無だとしても、相関が正や負になることは起こり得ることで、実際にも起きている。けれども、長期をとれば、少なくとも推計期間においては、ブレイク・イーブン・インフレ率は上昇も低下もしていない。だから、長期をとれば、マネタリーベースの係数はほぼゼロとなることが予想されるし、実際にもそうなっている。ただし、計量の結果が示すように、マネタリーベースの係数がゼロに近くとも、有意性を持つことはあり得る。

岩田はこのうち正の相関を示す部分だけを推計して、自分の間違った理論が実証されたと思っただけである。今となってはこれは単なる統計のマジックであったことは明らかである。

さて、マネタリーベースやブレイク・イーブン・インフレ率のデータは非定常であるのが普通である。推計結果のダービン・ワトソン比も1を切る。そもそも、先述したように、図4を見れば、誰も両者に単純な線形の関係があるとは思わないだろう。こうした場合は、差分、増加率をとって検定するのが普通である。そこで、表2にはブレイク・イーブン・インフレ率を差分に、マネタリーベースを増加率にした場合の結果も表示した。

1カ月の差分、増加率で推計すると、マネタリーベースの係数は極めて小さく、有意性もない。マネタリーベースに1カ月のラグを採用しても、少なくとも結果はあまり変わらない。ダービン・ワトソン値も2に近い。自由度修正済み決定係数はほとんどゼロに近い。しかし、1カ月という期間はマネタリーベースの効果が現れるには、短すぎるかもしれない。そこで、12カ月の差分、増加率でもモデルを組んだ。結果はマネタリーベースにラグをつけても、つけなくとも、係数はマイナスで、有意性がある。けれども、自由度修正済み決定係数は極めて低い。ダービン・ワトソン比も極めて低いが、12カ月の差分や増加率は1カ月ではあまり変わらないことを考えれば、当然のことである。

以上のように、マネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率に正の相関があるという岩田の主張は岩田が推計した期間において成立していただけた話であり、一般的には成り立たない。⁶

4.5 バーナンキは予想インフレ率を引き上げたか

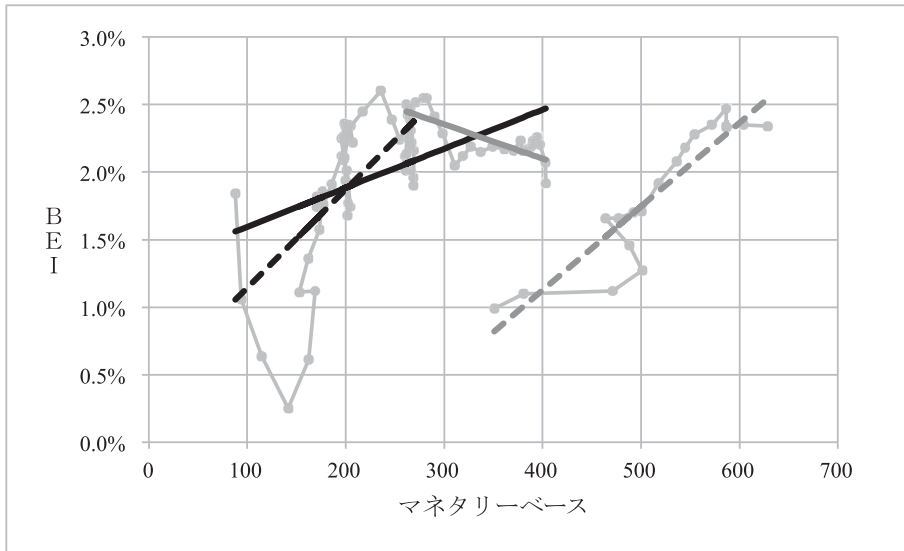
岩田などのリフレ派が範とするのはアメリカのFRB、特にバーナンキの金融政策である。岩田（2012, 104-109頁）は世界金融危機後にバーナンキはマネタリーベースを急増させることにより、予想インフレ率を引き上げ、アメリカがデフレに陥るのを防いだと評価する。日本の場合と同じく、半年ごとのデータで、アメリカでもマネタリーベースの増加とともにブレイク・イーブン・インフレ率が上昇していることをその証拠としている。けれども、日本の場合と同じく、これも統計のマジックである。

いわゆるバーナンキの量的緩和政策は、2008年11月から2010年6月まで、2010年11月から2011年6月まで、2012年9月から2014年10月までと3回行われた。その後、12月から短期金利を引き上げた。さらに、新型コロナウイルスが流行した2020年3月から、アメリカではゼロ金利政策とともに量的緩和政策が行われた。

アメリカでは、金融政策は基本的に短期利子率の操作によって行われている。例外的にマネタリーベースの増減によって金融政策を行っていたのが、2008年9月の金融危機から2014年10月までと、2020年3月からだった。そこで、図5はこのマネタリーベース重視期における、マネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率の関係を図示したものである。表3ではマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率の

6 岩田・原田（2013）はVARモデルを使って、マネタリーベースの増加が予想インフレ率を引き上げたことを実証したと称している。しかし、筆者（服部、2020）は同じ変数を使って、VARモデル、VECMモデルを作っても、黒田日銀の時期も含めて推計し直せば、彼らのような結果は得られないことを示した。また推計期間を変えれば、マネタリーベースの効果がマイナスになる場合もあることも示した。岩田・原田の主張もせいぜい彼らが推計した期間で彼らの都合のよい結果がでたにすぎないと言える。なお、松浦・前田（2014）も、VARモデルを使って、マネタリーベースの増加と予想インフレ率の間には関係がないという結果を得ている。

図5 アメリカのマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率 (2008年9月-2014年10月, 2020年3月-2021年9月)



単位：マネタリーベースは100億ドル

資料：Federal Reserve Bank of St. Louis (2021).

注1：ブレイク・イーブン・インフレ率は10年物。

注2：マネタリーベースは季節調整値, 1カ月。

注3：回帰線は表3に掲載した推計結果に基づいて引いている。黒の実線が2009年9月-2014年10月, 黒の点線が2009年9月-2012年2月, 灰色の実線が2012年9月-2014年10月, 灰色の点線が2020年3月-2021年9月である。

関係を回帰分析した結果を表示した。図5にはこの結果に基づいて、回帰線を引いている。

アメリカについても、岩田が推計した期間は2012年2月までである。この時期の回帰線の傾きはプラスで、他と比べると比較的急であることが分かる。1%水準で有意性もあり、自由度修正済み決定係数も、0.4に近い。またダービン・ワトソン比は小さい。この期間では比較的岩田が望むような結果が得られた。

しかし、マネタリーベースの増加1兆ドルで上昇するブレイク・イーブン・インフレ率は0.73%である。白川日銀と比べると係数はかなり小さい。2008年9月以降、ブレイク・イーブン・インフレ率の落ち込みは日本の方がかなり大きかった。しかし、回復も大きく、2012年2月から2008年9月の期間全体では、ブレイク・イーブン・インフレ率の上昇は日米ともに0.4%と変わらない。他方、マネタリーベースの増加はアメリカの方が圧倒的に大きい。アメリカの係数が小さいのはこのためである。こうした事実もまた、バーナンキの金融政策が予想インフレ率の引き上げに大きな成果をあげたという岩田の主張に何の根拠がないことを示すだろう。

けれども、期間を2014年10月までに延長しただけで、回帰曲線の傾きは大きく下がる。ここではマネタリーベース1兆ドルに対してブレイク・イーブン・インフレ率は

表3 アメリカのマネタリーベースとブレイク・オープン・インフレ率の関係

従属変数 ブレイク・オープン・インフレ率, 最小二乗法
レベル

	2009年9月-2014年10月		2009年9月-2012年2月	
定数	0.0131***	8.47	0.0041	1.42
MB (-1)	0.0029***	4.97		
MB			0.0073***	5.17
R ²	0.255		0.400	
\bar{R}^2	0.245		0.385	
DW	0.227		0.348	

	2012年9月-2014年10月		2020年3月-2021年9月	
定数	0.0311***	22.12	-0.0135***	-3.85
MB (-1)	-0.0025***	-6.13	0.0062***	9.21
R ²	0.610		0.824	
\bar{R}^2	0.594		0.813	
DW	0.593		0.917	

差分, 増加率 (1カ月)

	2008年10月-2014年10月	
定数	0.0002	0.72
MB (-1)	-0.0072	-1.57
R ²	0.034	
\bar{R}^2	0.020	
DW	1.162	

差分, 増加率 (12カ月)

	2009年9月-2014年10月	
定数	0.0010	1.02
MB (-1)	0.0035	1.11
R ²	0.020	
\bar{R}^2	0.004	
DW	0.245	

資料: Federal Reserve Bank of St. Louis (2021).

注1: ブレイク・オープン・インフレ率は10年物。

注2: MBはマネタリーベース。季節調整値。ただし, 12期の差分, 増加率のモデルでは季節調整なし。

注3: レベルのモデルはブレイク・オープン・インフレ率, マネタリーベースともにレベル。マネタリーベースは1兆ドル。差分, 増加率(1カ月)のモデルではブレイク・オープン・インフレ率は1ヶ月前との差, マネタリーベースは1ヶ月前との増加率。差分, 増加率(12カ月)のモデルではブレイク・オープン・インフレ率は前年同月差, マネタリーベースは前年同月比を使用した。(−1)は1ヶ月前のデータであることを示す。

0.29% 高くなるだけである。1% 水準で有意だが、自由度修正済み決定係数は低くなる。

バーナンキが3回目の量的緩和政策を実施したのは、2012年9月から2014年10月である。この時期には、黒田日銀時代と同じく、マネタリーベースが増加するにしたがいブレイク・イーブン・インフレ率は低下した。推計ではマネタリーベースが1兆ドル大きくなると、ブレイク・イーブン・インフレ率は0.25% 低くなる。1% 水準で有意性もある。自由度修正済み決定係数は0.59と高い。

バーナンキの量的緩和政策の結果も、ブレイク・イーブン・インフレ率は上昇する時期もあるが、低下する時期もあるというものだった。

他方、2020年3月からの量的緩和政策では今のところマネタリーベースが増加するにしたがいブレイク・イーブン・インフレ率は上昇している。

アメリカでも差分と増加率のモデルも検定した。結果は1カ月でも12カ月でもバーナンキの量的緩和政策期にはマネタリーベースの効果はないことを示している。

このようにアメリカでも相関が正というのは一部の期間に限られ、逆に負の期間も存在する。特に差分と増加率のモデルでは相関が消えている。

さて、アメリカでも、日本と同じく、ブレイク・イーブン・インフレ率は不定期的に上昇・低下を繰り返している。それはブレイク・イーブン・インフレ率が低い時期にはしばらくすると上昇に転じる可能性が高いことを意味する。世界金融危機時と世界的な新型コロナウイルスが蔓延し始めた時期はブレイク・イーブン・インフレ率が低い時だった。そして、マネタリーベースを急増させるとブレイク・イーブン・インフレ率が上昇に転じている。けれども、この事実だけではマネタリーベースが原因でブレイク・イーブン・インフレ率が結果かどうかは分からない。

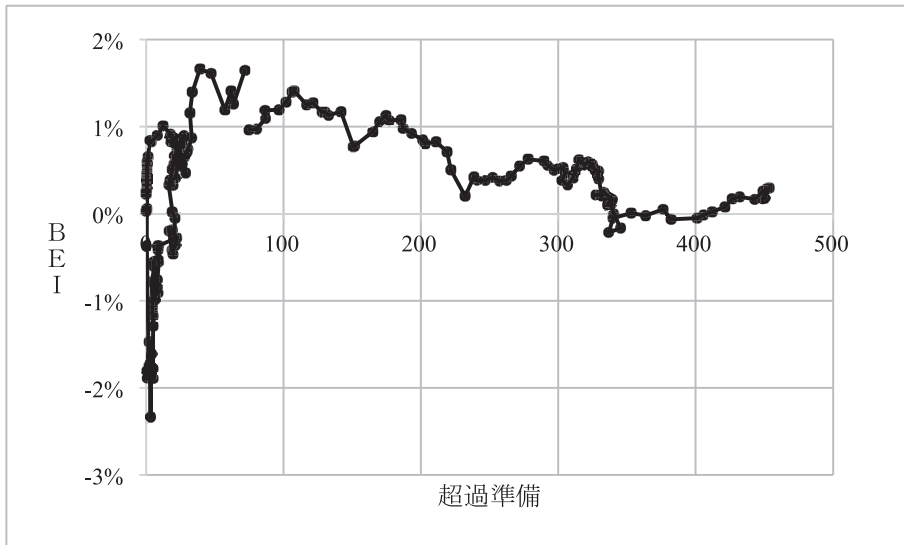
しかし、マネタリーベースが原因ならば、マネタリーベースを急増させ続けていると、ブレイク・イーブン・インフレ率は上昇を続けるだろう。けれども、日米ともに実際には途中で低下に転じている。このことは日米ともにマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率は無関係であることを示している。岩田やリフレ派は「FRBにできるのだから、日銀もできるはず」と言ってきた。これに対する正しい解答は「バーナンキやFRBに予想インフレ率の引き上げはできなかったから、黒田日銀がそれに失敗するのは当たり前」である。

4.6 アメリカの準備預金と日本のブレイク・イーブン・インフレ率の関係

別の角度から岩田の実証の問題点を明らかにしよう。

先述したように、岩田は超過準備は無駄な準備ではないと主張したが、理論的根拠は示していない。代わりに、日本でもアメリカでも、世界金融危機後、超過準備の増加に

図6 日本の超過準備とブレイク・イーブン・インフレ率の関係（2008年9月-2021年9月）



単位：超過準備は兆円。

資料：日本相互証券（2021）、日本銀行ホームページ（2021）。

注1：BEIは10年物のブレイク・イーブン・インフレ率。2013年10月から新指標。旧指標はインフレ連動債に元本保証なし、新指標は元本保証あり。

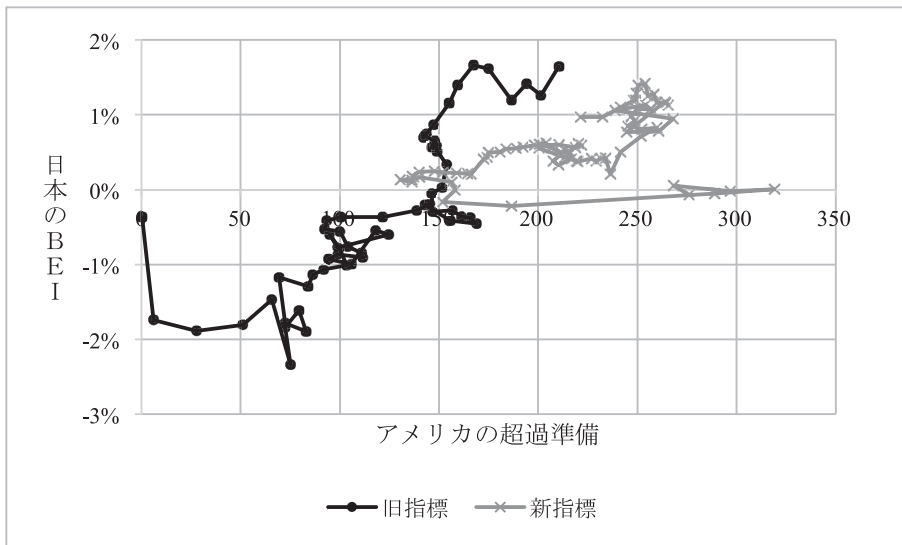
注2：超過準備は季節調整値、1カ月前。

よってブレイク・イーブン・インフレ率が上昇していることを実証したと称している（岩田，2012，図表4-8，110頁，図表4-5，106頁）。けれども，これもマネタリーベースの場合と同じく，金融危機後の岩田が推計した期間で相関があっただけのことである。

図6は日本の超過準備とブレイク・イーブン・インフレ率の関係を図示したものである。ゼロ金利の下ではマネタリーベースの増加のほとんどが超過準備の増加となっている。そのため，超過準備とブレイク・イーブン・インフレ率の関係はマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率の関係とあまり変わらない。図を見れば，超過準備とブレイク・イーブン・インフレ率の相関は一部の期間では正となっているが，一般的には成り立たないことが分かる。ここでも岩田の実証と称するものは単に岩田が推計した期間だけで成立しているだけである。

さて，図7はアメリカの超過準備と日本のブレイク・イーブン・インフレ率の関係を図示したものである。アメリカの超過準備と日本のブレイク・イーブン・インフレ率の間に因果関係があるとは誰も思わないだろう。特にアメリカの場合，テーパリングは超過準備につける利子を引き上げる方法で行われている。それにもかかわらず，図から分かるように，旧指標では世界金融危機後，2008年末までの期間を除くと，相関は正で，傾きも比較的急だったことが分かる。新指標でも傾きは緩やかになるが，2019年までは相関は正である。ただし，2020年にはほぼ水平線となっている。またアメリカの超

図7 アメリカの超過準備と日本のブレイク・イーブン・インフレ率の関係 (2008年9月 - 2020年9月)



単位：超過準備は100億ドル。

資料：日本相互証券(2021), Federal Reserve Bank of St. Louis(2021)。

注1：BEIは10年物のブレイク・イーブン・インフレ率。2013年10月から新指標。旧指標はインフレ連動債に元本保証なし、新指標は元本保証あり。

注2：超過準備は季節調整値、1カ月前。

過準備の統計は2020年8月で公表は終わりとなったので、それ以後のことは分からない。

相関は因果関係を意味しないということは統計の基本である。全く関係がないと思われる変数でも、10年を超え、130を超えるデータにおける高い相関を示している。そうだとすると、岩田のわずかなデータの相関で因果関係を結論することができないのは当然である。

インフレ予想に働きかける金融政策はリフレ派理論の根幹をなすものであった。ところが、実際にはインフレ予想に働きかける金融政策には理論的根拠がなく、正しく分析すれば実証結果も反証されている。バーナンキが量的緩和政策によって予想インフレ率を引き上げたという主張も間違いである。今ではアメリカの主流の経済学者においても懐疑的な主張が広がっている。こうして岩田の主張全てが完全に粉砕された。

V リフレ派はリフレ派の物価理論を否定する

5.1 逆・反証主義

リフレ派は白川総裁までの日銀がデフレの責任を金融政策以外の全てに転嫁していると批判していた。岩田(2012, 第3章, 55-89頁)はこのことをデフレの日銀理論と批

判していた。岩田は副総裁になる時にインフレ目標は2年で達成できると豪語した。実際にはいまだに達成できていない。ところが、岩田（2018 a）では、失敗の原因を消費税の引き上げと原油価格の急落に押しつけた。これは岩田の言うデフレの日銀理論そのものである。他方で金融政策がリフレ・レジームに対して占める割合は考えていたよりも小さいかという質問に対しては、岩田（2018 a, 82 頁）は「小さくなかった」と答えている。黒田日銀下で消費者物価上昇率がプラスである期間の割合が以前よりも増加していることがその根拠である。

金融政策以外の理由で物価が低下することがあるならば、金融政策以外の理由で物価が上昇することもあると普通は考えるだろう。また黒田日銀がマイナスだった物価上昇率をプラスにする能力があるならば、2%にまで引き上げる能力もあるとも考えるだろう。逆に言えば、黒田日銀が何時までたっても物価上昇率を2%に引き上げられないことが、物価上昇率がプラスになったのは黒田日銀の成功でない可能性が高いことを示していると考えられる。ところが、岩田はそうは考えない。岩田と黒田日銀とリフレ派理論では、失敗の原因は金融政策以外の全てだが、成功の原因は金融政策しかあり得ないのである。こうした分かりやすい手法で自己の理論と政策を正当化する。

ポパーの反証主義の考え方によれば、「ゼロ金利の下でも日本型インフレ目標とマネタリーベースの増加によって予想インフレ率を引き上げ、消費者物価上昇率を引き上げることができる」という岩田の主張は、理論的に反証はできても、実証はできない。この反証主義の立場から見ると、リフレ派理論は実証はできても、反証は絶対にできない逆・反証主義の理論と言える。それによって、理論の正しさを見せかけているのである。

また岩田（2018 a, 85 頁）は「金融政策が『リフレレジーム』を維持し続けられれば、時間はかかるが、インフレ率が2%に近づいていくことは間違いない」とも述べる。ケインズ（Keynes, 1971 [1923], p.62, 邦訳, 66 頁）が「長期的にみると、われわれはみな死んでしまう」と書いたことは有名な話である。筆者も含めて、日本のデフレが、例えば、100年以上も続くと思う人は少ないだろう。だから、金融政策に効果がなくとも、金融緩和を長く続けている振りをしていけば、ガートラーが言うように幸運に恵まれれば、インフレ目標が達成できることになる。実際、2022年に明らかになったように、輸入物価が高騰すれば、消費者物価上昇率は簡単に2%を超えることが可能である。ここでも逆・反証主義のトリックによって誤った理論を正しく見せかけているのである。

5.2 消費税の引き上げと原油価格の急落

岩田がそうしたように、黒田日銀の失敗の責任の押しつけ先の第一が消費税の引き上

げであり、次が2014年以降の世界的な原油価格の急落である。第三が賃金が(あまり)上がらないことである。今では日銀も政府も「賃金上昇なくしてデフレ脱却なし」と当たり前のように言うようになっている。岩田(2016b)も長期的には時間あたりの名目賃金の上昇率と物価上昇率は並行的に変動しているとして、賃金上昇がデフレ脱却の鍵を握るとしていた。

けれども、消費税の引き上げは物価を引き下げたのではなく、コストの上昇を通じて物価を引き上げたのである。消費税による引き上げ分を省いても、消費税の引き上げは消費者物価上昇率を引き下げていない。実際、図1を見れば、消費税の引き上げ後、コア指標の上昇率が低下したのは確かだが、コアコア指数の上昇率は2015年末まで、同程度の水準で維持されていた。コア指数の上昇率の急低下は、世界的な原油価格の急落によって、エネルギー価格の上昇率が急低下した結果だった。

これを踏まえて、日銀は2015年から2016年にかけて、コア指数の上昇率の低下はエネルギー価格が急落しているからであると説明していた。岩田(2015, 2016a)自身も物価の基調は生鮮食品とエネルギーを除く指数(日銀版コア指数)で示されるのであって、この物価の基調はなお上昇中であると言っていた。エネルギーの低下が収まれば、2%に向けた上昇軌道に戻るとも言っていた。伊藤隆敏(2016, 218頁)もエネルギーを除くと1%を超えるインフレ率になっている。その意味で半分以上2%まで近づいてきているという言い方もできると述べていた。

結果は日銀も岩田も伊藤もその見通しは大外れだった。彼らの見通しとは反対に、2016年以降はコアコア指数、日銀版コア指数の上昇率が大きく低下し、ゼロかその近傍となる。逆にコア指数は2016年の半ばに下げ止まる。すると、日銀は日銀版コア指数が物価の基調を示すという主張はやめる。しかし、その根拠を示すことなく、物価の基調は上昇中という判断を維持する。日銀は政策効果があるように見せかけるために、自己の都合のよいデータを都合よく使っているだけだった。

もっとも、強硬なリフレ派と言われている片岡剛士(2018)は、2018年9月の講演で、「弱めの物価情勢を受けて見通しの引き下げが続いていますが、2%の物価目標に向けたモメンタム(勢い)は維持されているというのが日本銀行の見解です。しかし、私自身は、2%に向けて物価上昇率が高まる蓋然性は現時点では低く、モメンタムも強まっていないと判断しており、1月の展望レポートにおける一部の記述に賛成しませんでした」と述べている。

岩田も『日銀日記』(2018b, 398頁)の退任直前の2018年1月18日の記録で、日銀版コア指数の上昇率は2015年11月のピークの後低下し、2017年3月にはゼロになったことを指摘する。この間にとられたマイナス金利政策やイールドカーブ・コントロール政策は、この日銀版コア指数上昇率の低下を食い止められず、日銀は物価の基調が上

昇中という主張はできないと書いている。

こうした片岡や岩田の見解は筆者のものと同じである。物価の基調が上昇していないことは、リフレ派の考える金融政策に効果がない証拠だと筆者は考えるし、リフレ派を除くほとんどの人々は筆者の考えを支持するだろうと考える。

5.3 円安による輸入インフレ

それでは、2015年から2016年にかけての日銀や伊藤の見通しが外れたのはなぜだろうか。その答えは、初めのコア指数の上昇率の上昇の原因自身にある。図1が示すように、黒田日銀の成立後、輸入物価の上昇率にはほぼ6カ月遅れて、コア指数の上昇率も上昇していた。この時、輸入物価を引き上げたのは、円安だった。その後、エネルギー価格の急落によって、輸入物価の上昇は終わり、2015年にはコア指数の上昇率はほぼゼロとなった。しかし、円安は続いているために、エネルギーを除く輸入物価は引き続き上昇している。それがコアコア指数や日銀版コア指数の上昇率の上昇を支えていた。しかし、円安もエネルギー価格の急落も続かない。これらの効果が剥落すると、消費者物価は何れの指数でもその上昇率は元に戻ることが予想される。この予想通りのことが生じたのである。

2013年に消費者物価上昇率が上昇していた時、輸入インフレ論は広く広がっていた。内閣府政策統括官編『日本経済2013-2014』（2014, 54頁）でも、「今回のデフレ改善期では、これまでの円安方向の動きが物価に大きく影響している」と述べている。IMFも輸入インフレの効果を除くと消費者物価上昇率はゼロ近傍だと言っていた（朝日新聞, 2014）。

2015年1月には、みずほ総合研究所（2015）のレポートが、計量モデルを使って、コア指数の上昇率は円安による引き上げ効果と、原油安による引き下げ効果がほぼ拮抗し、全体として0.1%の引き下げとなると試算している。実は日銀の試算もこれと同じ結果をだしていた。日銀の「総括的な検証」（日本銀行, 2016 a, 補論図表6-2）は、量的・質的緩和下の物価変動の大部分が為替レートと原油価格の動きの結果であることを示している。しかも2015年から2016年の初めには、円安による物価引き上げ効果と原油安による物価引き下げ効果がほぼ釣り合っていて、両者の効果を省くと物価上昇率はほぼゼロとなっていた。

円安は広範な財の価格を引き上げるが、世界的な原油安は主にエネルギー価格を引き下げる。すると、円安と世界的な原油安が止まれば、コア指数の物価上昇率はほぼゼロで変わらないが、コアコア指数、日銀版コア指数の上昇率は大きく下がるのが予想できる。実際にもその通りになった。

ところが、2014年の時点では、岩田（2014）は、輸入インフレ論に反論していた

(岩田の反論自体が、輸入インフレ論の広がりをも傍証するものだろう)。「他の条件を一定とした場合、円安などによって輸入品の価格が上昇すると、それ自体は物価の上昇要因である一方、そのことによる実質的な所得の減少は、輸入品やそれ以外の財・サービスに対する需要を減少させ、それらの価格を引き下げる効果をもたらす」からである。

こうした相対価格の変化と一般物価水準の変化を区分する考え方は貨幣数量説の基本的な考え方である。財を購入する際には、貨幣が必要である。だから、貨幣の支払い＝価格×購入量となる。しかし、受け取った貨幣は別の財の購入のために支払われる。だから、経済全体では、

$$\text{貨幣} \times \text{貨幣の流通速度} = \text{価格} \times \text{生産量}$$

となる。なお厳密には生産された財は全て売れるとは限らないが、単純化のために一致するとする。貨幣数量説の下では、円安で一部の財の価格が低下すると、あまった貨幣が他の財の購入に使われ、他の財の価格が上昇するために、一般物価は変わらないとされるのである。岩田(2012, 81-84頁)は『日本銀行』では、貨幣以外の要因は財の相対価格を引き下げても、一般物価を引き下げることはないと論じていた。

この主張が正しいとすれば、岩田(2018a)が2018年に主張したように、原油価格の急落によって消費者物価上昇率が落ち込んだということもあり得ない。2022年に世界的に食料とエネルギーが高騰したために、日本の消費者物価が上昇するということもあり得ない。賃金が上昇しないから物価が上昇しないということもあり得ない。実際、岩田(2012, 88-89頁)は、賃金デフレ論を否定し、逆に賃金が上がらないのはデフレの結果だと主張していた。ここでも岩田の主張は理論的に破綻している。

消費税の引き上げが物価を引き下げ、デフレ脱却を妨げたなどという事実とは正反対の主張が堂々となされるのも、主流の物価理論はコスト要因を無視していることと関係する。実際には消費税の引き上げが物価を引き上げたことは中学生でも知っていることである。それでは、貨幣数量説のどこが間違っているのだろうか。決定的な間違いは生産量が一定だと仮定していることにある。そもそも、不況とは生産量が正常水準よりも低いということである。生産量が一定ということは、ワーキング・プア問題はあり得ても、需要不足によって不況は起こり得ないことになる。また消費税の引き上げが生産量を減少させないならば、日本の巨額な財政赤字を解消するために、消費税が逆進性で低所得者の負担が相対的に重くなることを除けば、問題はないだろう。

2008年の世界金融危機時には、日本では金融危機は起きなかったが、輸出が急減した結果、経済はアメリカ以上に落ち込んだ。ところが、生産量一定の下ではこうしたことは論理的に生じない。なぜならば、仮定によって、輸出が急減した分だけ、国内向け

の財の生産が急増することになっているからである。実際に生じたことは反対である。輸出が急減すると、輸出部門の企業や労働者の所得が減少する。すると、所得が急減した人々は消費を急減させた。企業も設備投資を急減させた。こうして輸出の減少は国内向けの財の生産も急減させることによって、日本経済は戦後最悪の落ち込みを見せたのである。これがケインズ経済学が想定する波及のプロセスである。

生産量一定という非現実な仮定の下で理論を展開することがそもそもの間違いなのである。

5.4 適合的な予想形成論と根強いデフレ・マインド論

適合的な予想形成論と根強いデフレ・マインド論もまた責任転嫁論として重要である。これらの主張の驚くべき点は、日銀はインフレ予想を引き上げられないと主張することによって、リフレ派理論を否定していることにある。

適合的な予想形成論とは、日本のインフレ予想は現実のインフレ率に適合する度合いが強いために、予想インフレ率が改善しないというものである。例えば、黒田は2016年9月の記者会見で、「現に、『量的・質的金融緩和』を導入して、2014年には物価上昇率が1.5%までいったわけです。その後、原油価格の下落その他によって、実際の物価上昇率が下がっていくという過程で、『適合的な期待形成』が大きく影響したということは否めないと思います」（日本銀行、2016b）と述べている。

黒田日銀が9年以上の金融緩和を行っても、インフレ率は目標の2%に達しない。物価上昇率が低迷していることを知りながら、近い将来物価上昇率が2%に達すると信じている人間はおそらくは愚かな人間だろう⁷。だから、筆者はこうした大まかな意味ではインフレ予想が適合的という話は間違っているとは思わない。しかし、予想が適合的ならば、日銀がインフレ目標を達成すれば、予想インフレ率も上昇するはずである。結局、問題はインフレ予想が適合的なことではなく、黒田日銀にインフレ目標を達成できる手段がないことにある。しかも、先述したように、インフレ予想が適合的だから日銀はインフレ予想を引き上げることに失敗するということは、1998年のクルーグマンの論文に対して、ゴードンやブラインダーが指摘していたことである。

根強いデフレ・マインド論とは、日本経済は長期にわたるデフレの結果、デフレ予想が染みついている。そのため、日銀の金融緩和にもかかわらず、インフレ予想が生じな

7 「物価上昇率が低迷していることを知りながら」と書くのは、実際には物価上昇率をほとんどの人が知らないだろうからである。普通の人は買い物を通じて、購入する財・サービスの価格の変動を知っているだろう。しかし、普通の人は日用品は頻繁に買っているが、耐久財を購入するのは数年に一度だろう。日用品の価格の変化は知っていても、耐久財の価格の変化は分からないということは、あり得ることである。また消費者物価指数を構成する様々な消費財・サービスのウェイトも知らないだろう。こうした理由で、普通の人が感じる物価上昇率と統計上の物価上昇率が乖離することは大いにあり得ることである。

いということである。これも日銀が予想インフレ率と現実のインフレ率を引き上げることができないということの言い換えにすぎない。

そもそも、根強いデフレ・マインドなどは存在しない。先の引用では、黒田自身が2014年には物価上昇率が1.5%に上昇したと発言している。このこと自体が根強いデフレ・マインドが存在しないことを示している。また図2に示したように、黒田日銀も初めの段階では予想インフレ率は上昇していた。それどころか、世界金融危機後は、リフレ派が批判していた白川日銀の下でも、予想インフレ率は上昇していた。さらに、2022年には世界的な物価上昇の中で、日本の予想インフレ率も上昇している。

注意しなければならないことは、「黒田日銀には物価を引き上げる力がない」と「物価が上がらない」は同じではないということである。消費税を引き上げたり、輸入物価が上昇したりすれば、物価は上がるのである。だから、「消費税の引き上げや輸入物価の上昇は消費者物価を引き上げることができるが、黒田日銀の金融政策では消費者物価は引き上げられない」というのが正しい言説である。しかし、こうした正しい言説は、黒田日銀の金融政策とリフレ派理論を否定するために、「デフレ・マインド」というもっともらしく見える言葉でごまかしているだけなのである。

黒田日銀とリフレ派は消費税の引き上げ、原油価格の急落、適恰な予想形成、根強いデフレ・マインドと金融政策以外に自らの失敗を押しつけた。こうした質の低い責任転嫁論の全ては、黒田日銀はインフレ目標を達成できないということの言い換えであると同時に、物価は日銀の金融政策によって決まるというリフレ派の物価理論の全面否定である。

VI 多様な意味でリフレ派理論は崩壊した

岩田などのリフレ派は名目金利がゼロの状況でも、日本型インフレ目標を設定し、マネタリーベースを増加させれば、予想インフレ率を引き上げることによって、日本のデフレを解決できると主張した。こうした金融政策はアメリカの主流の経済学の「常識」であると論じていた。2013年に成立した黒田日銀の下ではこうしたリフレ派の考えに沿った金融政策が行われることとなった。ところが、黒田日銀の成立後9年がすぎたにもかかわらず、インフレ目標の達成の目処は全く立たない。

そもそも、リフレ派の言うインフレ予想に働きかける金融政策なるものは理論的根拠がなかった。岩田が実証と称するものも単なる統計のマジックだった。岩田はマネタリーベースとブレイク・イーブン・インフレ率には正の相関があると主張しているが、単に岩田が推計した期間で正になっているだけだった。特に黒田日銀の下では両者の相関はマイナスである。さらに、黒田日銀の政策の成果の乏しさを見て、あるいは世界金

融危機後の世界の状況を見て、アメリカの主流の経済学者たちも従来の主張を変えている。バーナンキが行ったいわゆる量的緩和政策は、リフレ派にとっては範とすべきものである。けれども、その当事者たちはこれは量的緩和政策ではない。非伝統的金融政策は物価を引き上げられないと述べている。

金融政策の手段も枯渇している。まず日銀が購入すべき国債の売り手を探すことが困難なために、マネタリーベースの増加政策が行き詰った。次にマイナス金利政策を採用するが、これが金融機関の収益を悪化させたために、イールドカーブ・コントロールに変更を余儀なくされる。しかし、長期金利をゼロに固定する政策は、バーナンキの言う超流動性の罫であり、それ自体が金融政策の限界を意味している。さらに、長期金利をゼロにコントロールできること自体が日銀のインフレ率を引き上げられない証拠である。インフレ目標の達成期限の見通しも削除し、日本型インフレ目標も事実上放棄した。代わりに岩田などが批判した政策金融に黒田日銀は積極的に乗り出した。

日本型インフレ目標を事実上放棄した後も、日銀は物価は目標に向かって上昇中という見通しを繰り返す。こうした見通しも全て間違いであるが、間違いが明らかになっても、同じ見通しを繰り返す。岩田が日銀副総裁になる前、岩田やリフレ派は日銀がデフレの原因を金融政策以外に転嫁して、全く責任をとろうとしないと批判していた。しかし、今、デフレの原因を金融政策以外の全てに転嫁して、全く責任をとっていないのは、岩田と黒田日銀である。

リフレ派にとって金融政策の行き詰まりを認めることは、自らの失敗を認めることである。だから、その失敗の責を消費税の引き上げや根強いデフレ・マインドなど、金融政策以外の全てに押し付けて、自らの政策を正当化し、インフレ目標が達成できるまで金融緩和を続けている振りをする。こうした質の低い言い訳の最大の問題点は、それ自身がリフレ派の物価理論を否定していることにある。

こうした状況にもかかわらず、日銀内部では安堵の念も広がっていると言う（西野，2021，338 頁参照）。白川日銀までの日銀は政府・与党からバッシングを受けていた。しかし、政府の方針に従順な黒田日銀ではそれがなくなったためである。インフレ目標が達成できないのは白川時代までと同じでも、黒田日銀をバッシングすることはアベノミクスの否定だから、政府と与党は黒田日銀をバッシングできない。このこと自体も黒田日銀とアベノミクスの崩壊の一局面と言える。

このように多様な意味で黒田日銀とリフレ派の金融政策は崩壊した。

謝辞

この論文の基となる原稿は、2021年12月26日に開催された制度と統治部会・現代日本の制度部会で報告された。青木達彦元信州大学教授、西洋阪南大学教授、その他の部会参加者の質問・コメントに感謝する。本論文で使用されたブレイク・イーブン・インフレ率（10年物）と、物価連動債（10年物）の

利回りは日本相互証券から提供していただいたものである。個人的にデータの提供を受けたことについて、日本相互証券株式会社に感謝する。あり得べき誤りの責は全て筆者に属する。

本研究の一部は、日本学術振興会科学研究費助成事業基盤研究 (c) 21K01417「リカード貿易論の現代的意義」から助成を受けた。感謝の意を表明する。

文献

朝日新聞 (2014)「物価上昇率『ゼロ近辺』IMF、円安影響除き試算」11月13日 (朝刊)。

安達誠司 (2013)「金融政策決定プロセスと金融政策論争の系譜」岩田規久男編『まずデフレをとめよー日本経済再生』日本経済新聞出版社, 71-125頁。

安達誠司 (2019)『消費税10%後の日本経済』すばる舎。

伊藤隆敏 (2016)「非伝統的金融政策に限界はあるか、マイナス金利を中心として」日本経済研究センター編『激論 マイナス金利政策』日本経済新聞出版社所収, 199-227頁。

岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編 (2016)『マイナス金利政策ー3次元金融緩和の効果と限界』日本経済新聞出版社。

岩田規久男 (2012)『日本銀行 デフレの番人』日経プレミアムシリーズ。

岩田規久男 (2013)「『量的・質的金融緩和』のトランスミッション・メカニズムー「第一の矢」の考え方ー京都商工会議所における講演」8月28日。

岩田規久男 (2014)「最近の金融経済情勢と金融政策運営ー石川県金融経済懇談会における挨拶」9月10日。

岩田規久男 (2015)「最近の金融経済情勢と金融政策運営ー岡山県金融経済懇談会における挨拶」12月2日。

岩田規久男 (2016 a)「最近の金融経済情勢と金融政策運営ー海外経済を巡る不確実性の高まりと金融緩和の強化ー神奈川県金融経済懇談会における挨拶」8月4日。

岩田規久男 (2016 b)「最近の金融経済情勢と金融政策運営ー長崎県金融経済懇談会における挨拶」12月7日。

岩田規久男 (2018 a)「リフレ理論も政策も正しい、だが逆風で時間がかかるー出口の迷路 金融政策を問う (34)」『エコノミスト』第96巻第23号, 6月12日, 82-85頁。

岩田規久男 (2018 b)『日銀日記ー五年間のデフレとの闘い』筑摩書房。

岩田規久男・原田泰 (2013)「金融政策と生産ー予想インフレ率の経路」早稲田大学現代政治経済研究所, ワーキング・ペーパー No.1202, 3月。

片岡剛士 (2019)「わが国の経済・物価情勢と金融政策ー香川県金融経済懇談会における挨拶要旨」2月27日。

小玉裕一 (2018)「物価目標の達成時期を削除」明治安田生命『経済ウォッチ』第3巻, 5月第2週号, 3-9頁。

白川方明 (2018)『中央銀行ーセントラルバンカーの経験した39年』東洋経済新報社。

総務省 (2021)「消費者物価指数」<https://www.stat.go.jp/data/cpi/>。

内閣府政策統括官編 (2014)『日本経済2013-2014ーデフレ脱却への闘い, 次なるステージへ』日経印刷。

西野智彦 (2020)『ドキュメント 日銀漂流ー試練と苦悩の四半世紀』岩波書店。

日本銀行 (2016 a)「『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)」9月21日。

日本銀行 (2016 b)「総裁記者会見要旨 (2016年9月21日)」9月23日。

日本銀行 (2018)「総裁記者会見要旨 (2018年4月27日)」5月1日。

日本銀行 (2021 a)「時系列データ検索サイト」<https://www.stat-search.boj.or.jp/>。

日本銀行 (2021 b)「経済・物価情勢の展望 (展望レポート)」

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>。

日本経済研究センター (2021)「ESP フォーキャスト」<https://www.jcer.or.jp/esp-forecast-top/forecast>。

- 日本相互証券 (2021) 「ブレーク・イーブン・インフレ率 (10年物)」, 「物価連動債 (10年物) の利回り」。個人的なデータ提供。データ提供について日本相互証券株式会社に感謝する。
- 服部茂幸 (2014) 『アベノミクスの終焉』岩波新書。
- 服部茂幸 (2020) 「マネタリーベースとインフレ予想—リフレ派経済学の幻想」『同志社商学』第71巻第5号, 145-179頁。
- 松浦克己・前田健太郎 (2014) 「マネタリーベースと経済」『広島大学経済論叢』第38巻第1号, 47-76頁。
- みずほ総合研究所 (2015) 「円安と原油安の消費者物価への影響—原油安の影響が勝り, 物価押し下げに作用」『みずほインサイト』1月7日。
- 吉川洋 (2009) 「デフレーションと金融政策」吉川洋編『デフレ経済と金融政策』内閣府経済社会総合研究所企画・監修『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策』第2巻, 慶應義塾大学出版会, 115-154頁。
- Bernanke, B. S. (2017) “The Mayekawa Lecture: Some Reflections on Japanese Monetary Policy,” *Monetary and Economic Studies*, Vol.35, pp.23-37. 「日本の金融政策に関する一考察」『金融研究』第36巻第4号, 27-45頁。
- Bernanke, B. S. (2020) “The New Tools of Monetary Policy,” *The American Economic Review*, Vol.110, No.4, pp.943-983.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2021) “FRED,” <https://fred.stlouisfed.org/>.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press. 『大収縮 1929-1933 「米国金融史」第7章』(久保恵美子訳) 日経 BP クラシックス, 2009年(第7章と理事の「所見」のみ)。
- Gertler, M. (2017) “Rethinking the Power of Forward Guidance: Lessons from Japan,” *Monetary and Economic Studies*, Vol.35, November, pp.39-57. 「フォワード・ガイダンスの有効性の再検討—日本からの教訓」『金融研究』第36巻第4号, 47-70頁。
- Goodhart, C. A. E. (2010) “Money, Credit and Bank Behaviour: Need for a New Approach,” *National Institute Economic Review*, No.214 pp.73-82.
- Keynes, J. M. (1971 [1923]) *A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol.IV, London, Macmillan. 『貨幣改革論』(中内恒夫訳) 『ケインズ全集』第4巻, 東洋経済新報社, 1978年。
- Kohn, D. and B. Sack (2020) “Monetary Policy during the Financial Crisis,” in B. S. Bernanke, T. F. Geithner and H. Paulson, Jr. eds. *First Responders: Inside the U.S. Strategy for Fighting the 2007-2009 Global Financial Crisis*, New Haven, Connecticut, Yale University Press. pp.421-450.
- Krugman, P. R. (1998) “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2, pp.137-205.
- Summers, L. (2015) “Larry Summers: Where Paul Krugman and I Differ on Secular Stagnation,” *The Washington Post*, November 2.