

Narrative Economics and the Role of Expectations in Monetary Policy : Case Study of Bank of Japan's QQE

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2021-02-16 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 翁, 邦雄 メールアドレス: 所属:
URL	https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/6936

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



「期待への働きかけ」とナラティブ

—異次元緩和による事例研究—

翁 邦雄*

要 約

政策当局は、しばしば人々の予想を介して行動に影響を及ぼすことを企図した情報発信を行う。しかし、このような人々の予想（期待）への働きかけは、たまたまうまくゆくこともあるが、失敗することが多い。

それには、様々な理由があると考えられるが、その有力な理由は、政策当局の情報発信が情報の受け手の関心に即したものになっておらず、スルーされてしまう、ということが考えられる。

本稿は、こうした観点から、2013年4月に日本銀行が2年以内に2%のインフレ目標の達成を企図して採用した質的・量的金融緩和（異次元緩和）による「インフレ期待への働きかけ」の事例を取り上げ、なぜこの試みが失敗したかについて検討する。

1. はじめに：本稿の問題意識

政策当局は、しばしば人々の予想を介して行動に影響を及ぼすことを企図した情報発信を行う。

しかし、このような人々の予想（期待）への働きかけは、うまくゆくこともあるが、失敗することもしばしば多い。

それには、様々な理由があると考えられる。その中で有力な理由としては、情報の受け手の心にひびくストーリーを伴った情報発信になっていない、ということが考えられる。

本稿は、こうした関心による事例研究として、2013年4月に日本銀行が採用した質的・量的金融緩和によるインフレ期待への働きかけで2年以内に2%のインフレ目標の達成を企図した事例につ

いて検討する。

2. ストーリーと経済行動

ミクロ経済学による合理的な人間行動分析を補うものとして、心理学、ないし心理学と経済学の学際的分野である行動経済学の分析がある。行動経済学の分野でもストーリーは注目されているが、本稿でのとりあげるストーリーへの関心は行動経済学の名著としていまや幅広く読まれているKahneman (2011) の中で、カーネマンが関心を寄せている「ストーリー」の側面とはやや異なる。Kahneman (2011) は、ヴェルディのオペラ「椿姫」におけるエンディングの重要性から、ストーリーは、重要な出来事や記憶に残る瞬間を紡ぐもので

*大妻女子大学 特任教授

あって、おのおのの持続時間は重要ではない、と論じ、実証的な研究成果も踏まえ、人間の経験するストーリーにおけるエンディングの重要性を指摘している¹。これに対し、本稿では、人間が物事を理解し判断するフレームワークとしてのストーリーの重要性に関心があり、その意味で、Kahneman (2011) の関心とは異なっている。

2.1 ナラティブ・エコノミクス

経済学分野で、本稿における「ストーリー」への関心と親和性が高いのは、ロバート・シラーの提唱するナラティブ・エコノミクスである。シラーは、長年にわたり単独で、あるいはジョージ・アカロフとの共著 (Akerlof and Shiller (2009, 2015) など) でストーリーやナラティブについて研究してきた。2017年1月7日のシラーの米国経済学会長としての講演 (Shiller (2017)) では、シラーは、人間の脳は、それが事実かどうかにかかわらず、つねにナラティブに高度に同調するようになっているとし、私たちが動物から最も区別するのはナラティブであり、私たちの種は、ラテン語なら、ホモ・ナラン (Homo narrans)、ホモ・ナレーター (Homo narrator)、ホモ・ナラティブス (Homo narrativus) などと呼ばれるべきだ、という見方を紹介し、その方がホモ・サピエンス (Homo sapiens: 賢い人) より正確ではないか、と述べる。そして、ナラティブというものの、ナラティブを咀嚼する人間の心の傾向について説明し、また、ナラティブがマクロ経済に対して重要かつおおむね外生的なショックとみなせると論じる。

2.2 伝染病のようなストーリーの広がり

シラーがナラティブをおおむね外生的とみなせる、と考えるのは、それが特定の一個人ないし少数の「イノベーション」としてスタートし、それが広がり、市場、ひいてはマクロ経済に影響をあたえる、というビジョンを持っていることによる。

実際、シラーは、ナラティブの広がりを伝染病の広がりについての SIR モデル (Kermack and McKendrick (1927)) で動学的に説明している。ちなみに、このモデルは Covid-19 の感染が拡大す

るとともに、いろいろなメディアで紹介され、改めて関心を集めている。S は感染する可能性のある人、I は感染を広めうる感染者、R は感染から回復した人であり、この人たちの相互作用として感染の動学的経路を説明するものであり、コウモリなどの野生の動物からひとりの人間がウィルスに感染し、それが広がっていく過程と同じように、一人が作り出したナラティブがインターネット上の SNS 等を介して拡散し、マーケットやマクロ経済に影響を与える、という理論仮説である。

2.3 新型コロナ感染拡大下のストーリーの拡散事例

誤った予言であっても——それが誤りとわかっていてさえ——特定のナラティブが拡散することで、自己実現的に市場やマクロ経済に影響を与える事例は身近にみることができる。例えば、ごく最近でも、2020年のCovid-19の感染拡大初期には、使い捨てマスクだけでなく、トイレットペーパーやティッシュペーパーが店頭で品薄になった。その理由として、新聞などでは、主に SNS で「マスクとトイレットペーパーの原料は同じ」「新型肺炎の影響でトイレットペーパーが今後なくなる」「トイレットペーパーを買いだめしておけ」といったデマが拡散したことが品薄を招いているようだ、との指摘が相次いだ (例えば、朝日新聞『デマ拡散、トイレットペーパー消えた「在庫は十分」』2020年2月28日など)。実際には、トイレットペーパーはマスクと異なり国産品が主体で、在庫は十分にあり、生産活動も阻害されてはいなかった。政府は業界団体とともに、潤沢な在庫が存在することを強調し、人々の買い急ぎに歯止めをかけようとした。それでも、トイレットペーパーが店頭から姿を消してしまい、それが買いだめ・買い急ぎを誘発する、という悪循環が一時期、実際におきた。

さらに、感染の急速な再拡大が見られた8月4日、大阪府の吉村洋文知事がワイドショーで、新型コロナウイルス対策に「ポビドンヨード」成分を含むうがい薬 (イソジン) の使用が有効と呼び

掛けると、イソジンは瞬く間にドラッグストアなどで品切れとなった。8月6日の時事通信の報道によれば、東京・銀座のドラッグストアでは、吉村知事が記者会見を開いた4日昼からうがい薬が飛ぶように売れ、翌日には品切れとなった。空となった棚には「入荷時期も未定です」との張り紙がされ、インターネット上での転売も相次ぎ、フリーマーケットアプリの運営元は違法な出品を削除する方針を表明、専門家は「効果が認められていない中、自己判断で使うのは慎んでほしい」と訴えた²。

ただし、トイレトペーパー不足が自己実現的予言の結果に過ぎず、商品の生産・流通実態から乖離していれば、比較的速やかに不足は解消するはずである。実際、問題は長期化しなかった。

シラーの講演に立ち戻ろう。かれの政策的主張は、マクロ経済変動の基礎になるナラティブを理解したうえで、現在および将来の政策行動についてどのように情報を提供すべきかについて考える必要があり、そのためにナラティブ・エコノミクスの観点からのリサーチを推し進めるべき、というものであると思える。

上記のように、2020年のCovid-19感染拡大下のさまざまな経験でも、シラーの述べる周到な期待への働きかけの重要性は首肯できる。

ただ、他方で、実際には期待への働きかけで所期の成果を得ることは簡単ではない。例えば、2020年のCovid-19感染症の拡大当初、店頭からマスクが消え入手が極めて困難になり、国民の不安が高まった。この状況の下で、政府は2020年4月7日に「新型コロナウイルス感染症緊急経済対策」を閣議決定し、これにより布製マスク2枚を後日一般家庭に配布することとした。発案した総理秘書官は、安倍総理に「全国民に布マスクを配れば不安はパッと消える」と進言した、とされる（朝日新聞デジタル 2020年4月2日）。

しかし、この布製マスクは「アベノマスク」と呼ばれ、むしろ政府の無策の象徴のように報道され、配布が大幅に遅れ、さまざまなトラブルも伴っ

たことから、不安解消に役立った、とは言い難い³。

3. 期待への働きかけ

前節で触れたように、期待への働きかけは、重要だが、国民の琴線にふれるストーリーを提供して所期の成果を得ることは難しい。以上の点を踏まえ、以下では、意図的に期待に働きかけることを試みた日本銀行の実験的政策の事例から教訓を探ってみたい。

3.1 異次元緩和による期待への働きかけ

アベノミクスという政策パッケージが起動したのは、2012年秋だった。

民主党の野田佳彦総理が衆議院を解散し、総選挙に向けた選挙戦のさ中、当時野党・自民党の総裁であった安倍晋三現首相がこの経済政策パッケージの大枠を打ち出した。

アベノミクスは、大胆な金融政策、機動的な財政政策、成長戦略の三つの要素（三本の矢）から構成されている、と説明された。

その後、総理になった安倍氏は、2013年4月に黒田東彦氏を日本銀行総裁、岩田規久男氏を副総裁に起用し、デフレ脱却に邁進させた。

黒田氏は「日本銀行としては、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することに尽きる」と、インフレ目標達成にすべてをかける姿勢を示し日本銀行がデフレ脱却に全責任を負う姿勢を明確にした。

日本銀行が2年以内のインフレ目標達成に全責任を負う日本銀行新執行部の姿勢は、総裁・副総裁就任会見(2012年3月21日)においても鮮明だった。岩田副総裁は、「2%のインフレ目標を大体いつ頃までに責任をもって達成するのかということに日本銀行がコミットすること。・・・2年くらいで責任をもって達成するとコミットして達成できなかった時に、『自分達のせいではない。他の要因によるものだ』と、あまり言い訳をしないということ」と述べ、「金融政策によってデフレ予想を覆してインフレ予想に転換できるのかという点が、今までの日本銀行と私の立場とが必ずしも一

致していないところ」と述べ、日本銀行が期待へ働きかけることによってインフレ予想を高めることができることに自信を示した。

そして、2013年4月4日、日本銀行は、黒田総裁体制下の新執行部による初の金融政策決定会合において「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。具体的な政策パッケージは、以下のとおりである。

- ・消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する

- ・そのために、マネタリーベースおよび長期国債・ETF（Exchange Traded Fund、指数に連動する上場投資信託）の保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長する

- ・「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する

- ・その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う

念のために付記すれば、マネタリーベースというのは、日本銀行当座預金残高と銀行券発行残高等を足した通貨集計量指標である。

3.2 見せ金で描いたストーリー

そのほぼ1週間後の4月12日、読売国際経済懇話会における講演で、黒田総裁は、「量的・質的金融緩和」が、どのようなメカニズムによって2%の目標を達成するのかということをお話する、として、第1に、長めの金利の低下を促すこと、第2に、ポートフォリオ・リバランス効果、と二つの効果を挙げたあと、第3として、「物価安定目標の早期実現を約束し、次元の違う金融緩和を継続することにより、市場や経済主体の期待を抜本的に転換する効果が考えられます」と述べ、さらに「デフレ期待の払拭です。予想物価上昇率が

上昇すれば、現実の物価に影響を与えるだけでなく、実質金利の低下などを通じて民間需要を刺激することも期待できます」と説明した。

本稿の関心に照らして、注目に値するのは、期待されている第3の効果である。その起爆剤として言及されていたのが「マネタリーベース倍増」という具体策である。

ただ、黒田総裁の説明でも、肝心のマネタリーベース増加それ自体には明確な金融緩和効果がない。それゆえ、図1で見ると、量的・質的金融緩和採用後も、エコノミストの大半は3つの効果は、2年以内に2%のインフレ目標を達成させるほど大きなものではなく、目標達成は不可能と考えていた。

図1 日本銀行の2年以内2%目標達成の可否についてのエコノミストの見方

	2013年4月	2013年5月
「はい」 （=できると思う人）	2	2
「いいえ」 （=できないと思う人）	31	32
「どちらとも言えない」	7	5

出典：日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査*
備考：エコノミストへの質問は「黒田日銀総裁は、2年で物価上昇率を2%にすることを目標としていますが、2年以内（2015年3～4月ごろまで）に目標を達成できるか」を聞いた。

そうしたエコノミストの常識的な判断を超え目標を達成するには、エコノミストが想定していないような大きな意識変化が国民の間で起きる必要がある。黒田総裁はその可能性に賭け、長期的には持続できないペースで巨額の国債を購入し、マネタリーベースを劇的に拡大させた、といえる。

マネタリーベース倍増というショックで「将来インフレになる」、というストーリーを国民の脳裏に定着させる、という「期待への働きかけ」である。

量的・質的金融緩和導入の2週間後、当時IMFの調査局長だったオリビエ・ブランシャールは、この政策の本質について、マネタリーベースを劇的に拡大させる動機の大きな部分は心理的ショックを与えることができるかどうか、にあり、何ら

かの直接的な効果があるわけではない、と指摘した (Blanchard (2013))。

要はこの政策は、このニュースにかなり関心をもつ人に黒田総裁のストーリーが受け入れられ、その期待が拡散することで予想インフレ率が一気に上がる可能性に期待した壮大な社会科学の実験、という要素が強い。

3.3 不発だった「期待への働きかけ」

図2, 3は、2020年4月の日本銀行の「展望レポート」による予想物価上昇率の長期的推移を眺めたものである。

黒田総裁が就任当初からその動向にとくに注目し、再三言及してきた指標であるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI、図2) は2008年のリーマンショック後、白川方明総裁時代には、一貫して回復を続けていたが、黒田総裁になってからは、むしろ顕著に停滞している。

その他のさまざまな予想物価上昇率指標 (図3) を見ても、「市場や経済主体の期待を抜本的に転換」するどころか、じりじりと予想物価上昇率が

下がっていく姿が見てとれる。

日本銀行の「期待への働きかけ」は、なぜ空振りに終わったのだろうか。以下では、その理由を考えてみたい。

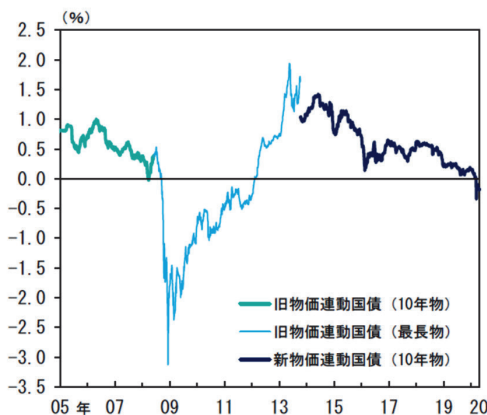
4. 「期待への働きかけ」が成功する条件

上述のように期待への働きかけが成功するには、ストーリーがしっかり拡散することが必要である。ストーリーないしナラティブが強力な伝染病以上に急激に広がった過去の事例をみると、それが人々の生活に密接に関連し、強い利害関係を持つ、というものであったことがわかる。

4.1 ストーリーの拡散を促す要因 (1) 不安

例えば、1973年のオイルショック時や2020年4月のCovid-19の感染拡大下でのトイレトーパー・パニックや、同じくオイルショック時や1990年代末の金融機関への取り付け騒ぎなどは、生活に直結する強い不安のもとで生活必需品の入

図2 予想物価上昇率の推移 (BEI)



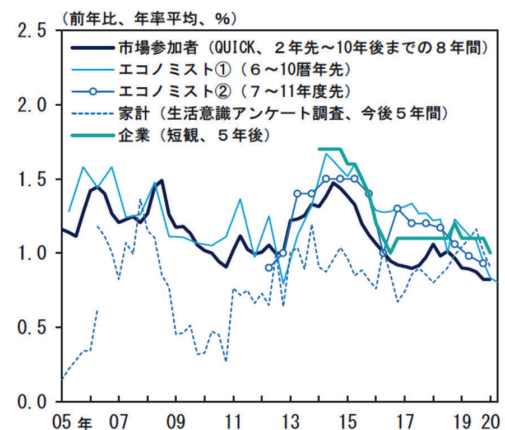
(出所) Bloomberg

(注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債 (2018/6月償還の銘柄) の利回りを用いて算出。

出典 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2020年4月)

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2004b.pdf>

図3 予想物価上昇率の推移 (各種調査)



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査 (債券)」, JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

(注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。

2. 家計は、修正カルソソ・バーキン法による。

3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し (平均値)。

出典 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2020年4月)

<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor2004b.pdf>

手難や預金封鎖への不安により急速に拡散した。こうした身近で切実な不安を掻き立てるストーリーには人々は極めて敏感に反応し、「自己実現的な予言」を成就させてしまう。ここで自己実現的な予言、というのは予言したことが現実を引き起こしてしまう、ということであり、現実にはトイレットペーパーに豊富な在庫があり、通常の配送オペレーションであればまったく問題なくとも、トイレットペーパーが不足しているという予言（ないし流言飛語）によりパニックが起き、人々が一斉に買い急げば、実際にトイレットペーパーが店頭から全く姿を消してしまう、というような現象である。同様に実際には健全な金融機関であっても人々が預金に不安をもち、店頭で預金を下ろそうとする人たちが並ぶ取り付けが起きた結果、当該金融機関に対する信用不安が生じ、資金調達などに支障をきたして破綻してしまう、という事象もこれにあたる⁴。

4.2 ストーリーの拡散を促す要因（2）利得

なお、ストーリーに人々が強い関心を寄せる事例は、不安だけではない。利得機会一般、特に強い利得機会には大きな関心を寄せる可能性がある。シラーは株価形成の観点からナレティブに関心を寄せているが、身近な事例としては、ねずみ講を挙げることができる。

「ねずみ講」は「無限連鎖講の禁止に関する法律」で禁止されている行為であり、その第一条は

「終局において破たんすべき性質のものであるのかかわらずいたずらに関係者の射幸心をあおり、加入者の相当部分の者に経済的な損失を与えるに至るものであることにかんがみ、これに関与する行為を禁止する

としている。この法律は、ねずみ講組織である「天下一家の会」事件が、大きな社会的問題となったにもかかわらず、関係者を処罰する規定がなかったため、同事件の再発防止のため1978年に制定された。

しかし、その後も類似の組織は後を絶たず、さまざまな禁止法迂回の工夫が行われ続けている。

ねずみ講のシステムでは、初期の会員は、入会

時の少額（2千円程度）の出費だけで、しばらくたつと、お金がどんどん送られてきて百万円以上を手にすることになる。身近な人が、これだけ濡れ手に粟で儲けるすがたを目の当たりにすれば、「少額の出資で大金を得られる」、というストーリーが急速に拡散し、入会者が激増してもおかしくはないだろう。

むろん、このシステムは、いずれ子会員を増やす限界に直面することになる。すなわち、文字通りネズミ算的に会員が増える結果、十数代で会員数は2020年の世界人口約78億人をも突破するはずで、それ以前に確実に行き詰まる。それでも、ねずみ講の初期会員の利得は大きく、同様のスキームとそれを広めるナラティブが拡散することになる。

5. なぜ黒田総裁の「期待への働きかけ」は失敗したのか

それでは、黒田総裁への「期待への働きかけ」は、なぜ失敗したのか。それを理解するために、なぜ黒田総裁が「2%」の物価上昇の早期達成を目指したのか、を見ておこう。

5.1 黒田総裁が「2%」の物価上昇を目指した理由

この点について、黒田総裁は『なぜ「2%」の物価上昇を目指すのか』と題した2014年3月20日の講演で、「私の考え方を述べたい」、として詳細な説明を行っている。その中で黒田総裁は、「物価の安定」を消費者物価指数の前年比で数値的に定義すると「2%」であると考えている、とし、その理由として、

- ①消費者物価指数には指数の上昇率が高めになる傾向があるということ（上方バイアス）、
- ②景気が大きく悪化した場合にも金融政策の対応力を維持するために、ある程度の物価上昇率を確保しておく方が良い（「のりしろ」の確保）、
- ③「2%」の物価上昇率を目標とすることは「グローバル・スタンダード」、

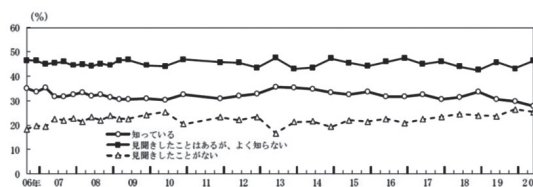
の3点を挙げている。

5.2 異次元緩和への関心は高まらなかった

図4は、日本銀行による「生活意識に関するアンケート調査」において、日本銀行が「物価の安定」を目的としていることについての認知度の長期時系列グラフである。

これによると、見聞きしたことがない、との回答が異次元緩和直後にわずかに下がったものの、それに見合って上がったのは「見聞きしたことはあるが、よく知らない」との回答であり、その後も「知っている」との回答は30%台前半から徐々に低下し、異次元緩和導入約7年後の2020年6月調査では「知っている」との回答は2割台後半、日本銀行が、消費者物価の前年比上年率2%「物価安定の目標」を掲げていることについては、「知っている」との回答が約2割にとどまっている。

図4 日本銀行が「物価の安定」をその目的の一つとしていることの認知度



(注) 1. 郵送調査となった2006/9月以降を掲載。

2. 2009/6月までは年4回、それ以降は年2回実施。2011/6月は実施せず。

出典 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」(第82回<2020年6月調査>)

https://www.boj.or.jp/research/o_survey/data/ishiki2007.pdf

5.3 見せ金の効果には不安が必要?

2013年4月に日本銀行が量的・質的金融緩和を導入した際、新聞などは相応に大きく取り上げた。また、テレビのニュースなどでは、日本銀行を「水道の蛇口」、日本銀行当座預金を「水」にたとえ、水道のコックを全開にして、蛇口から水がジャブジャブ流れる様子のイラストを添えて説明する、といったことがなされた。

プランシャールが示唆しているように、日本銀行が金融機関から大量の国債を買っても、日本銀行

にある金融機関当座預金口座の預金が増えるだけで、市中にはあふれ出さない(詳細は翁(2015)参照)。密閉した貯金箱のなかにお金を大量に流し込むようなマネタリーベースの積み上げにより「見せ金」を積み上げるようなこの政策がかなりの効果を持つためには国民がテレビで報道されたようなストーリーを受け入れ行動する、ということが必要条件になる。

むろん、「見せ金」を積み上げる、という行為は実体がなくとも、時と場所によっては人々の心に影響を与え重要な意味をもちうることもある。

たとえば、銀行取付などのパニックのときには、「見せ金」は人心を鎮めるのに大いに役立つ。昭和2年の金融恐慌で銀行取付が起き、預金を引き出す窓口で長蛇の列ができたとき、当時の日本銀行は、取付を受けている銀行に対する日本銀行の支援を人々に示すため、銀行券を収納するのに用いる箱(兌換箱)を大量に用意し、これに当時の主要流通銀行券である壱円券をぎっしり詰め、威勢よく銀行の営業場に高々と積み上げ、預金者の支払いに応じさせることで預金者の不安を鎮静させた。

しかし、同じ「見せ金」とはいっても、銀行取付のときに預金の下げにくさることへの不安で目が血走った預金者が銀行券の山を食い入るように見つめるのと、茶の間で食事のついでにつけたテレビで蛇口から水がジャブジャブ流れるイラストを見るのとでは、その心理効果は大きく異なることが予想される。

テレビを見た国民の中には日ごろ経済紙を愛読し日本経済への幅広い関心や専門用語に詳しく、「マネタリーベース」を倍にする、というニュースで蛇口から水があふれるイラストをみて、ひょっとして物価が上がるのではないかと、思った人もいだろう。

しかし、日常、インフレやデフレへの不安を特段に感じておらず、「マネタリーベース」という専門用語もまったくびんと来ない大半の一般市民は、何の話だかよくわからないまま聞き流した、というのが「生活意識に関するアンケート調査」における「見聞きしたことはあるが、よく知らな

い」との回答の増加に対応している、といえるだろう。

5.4 グリーンスパンの定義では物価安定が実現していたことが働きかけの効果を削ぐ

生活意識に関するアンケート調査」の時系列データを見る限り、黒田総裁が異次元緩和に踏み込んだ2013年当時に国民の物価に対する関心は高まっていたとは言えない。なぜだろうか。

この点を理解するうえで重要なのは、物価の安定とは、なにか、ということだろう。2006年まで米国連邦準備制度理事会議長として君臨していたアラン・グリーンスパンは、1996年8月に開催された「物価安定を求めて」と題するカンザス・シティ連邦準備銀行主催のコンファランスにおいて、金融政策で追求すべき物価安定の定義について、「中央銀行家の眼から、物価安定を政策運営上定義すると、『経済主体の意思決定に際し、将来の一般物価水準の変動を最早、考慮する必要がない状態』ということになろう」と述べた。

つまり、国民が物価に関心を払わずに済む——無関心でよい状態——こそが物価安定である、と定義したのである。グリーンスパンに定義による物価安定状態は、ストーリーやナラティブが急速に拡散するような状況とは対照的である、といえるだろう。このグリーンスパン議長の定義に即していえば、皮肉なことに異次元緩和導入当時、「国民が物価に対して無関心でよい状態」という物価安定が実現していた。そのさなかで日本銀行は国民の大きな不安や希望の実感にまったくつながらない「プラスだがごく小さい2%のインフレ」実現を標榜した。

しかし、2%のインフレ実現に国民が関心を高めるストーリーを黒田総裁行はまったく提供しなかった。消費者物価指数には上方バイアスがあること、景気が大きく悪化した場の金融政策の「のりしろ」を確保するため、「2%」の物価上昇率を目標とすることは「グローバル・スタンダード」だ、という3点セットの議論は、金融系のエコノミストには関心を呼ぶとしても、一般国民のところに響くナラティブが全く欠落していた、ということ

だろう。

黒田総裁は、期待への働きかけによる2%インフレ目標早期達成への希望をなかなか捨てようとはしなかった。そのことは、2015年6月4日の黒田総裁講演の結びの言葉：「皆様が、子供のころから親しんできたピーターパンの物語に、「飛べるかどうかを疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう（The moment you doubt whether you can fly, you cease forever to be able to do it）」という言葉があります。大切なことは、前向きな姿勢と確信です」からもうかがえる。

しかし、2%の物価目標の達成時期や早期実現を目指す文言は、政府・日本銀行の公式文書から次第に消えていく。達成時期の見通しは、6度先送りされ、2018年7月には「19年度ごろ」とされていたが、2019年に黒田総裁が再任されて以降、さらなる先送りが避けられない情勢のもとで、達成時期の明示は中止された。

6. 結語に代えて：今後の課題

以上、異次元緩和による期待への働きかけがなぜ2%のインフレ目標に結び付かなかったかをナラティブ・エコノミクスの問題意識を敷衍して検討した。以下、結語に代えて2点述べておきたい。

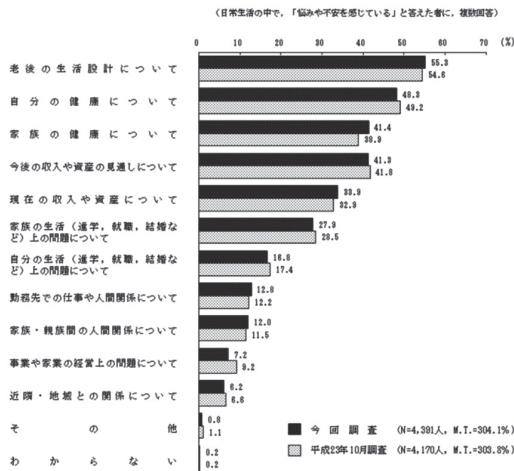
6.1 家計が物価目標に関心を寄せるようになるナラティブはどのようなものだったか

なぜ2%の物価目標をめざすのか、について、黒田総裁が2014年3月の講演で挙げた3つの理由は、上述のように不安・期待の両面で、一般の国民の関心を惹きそうにないことは容易に想像できる。それでは、なにを主軸に語り掛ければよかったのか。2013年6月の内閣府の世論調査では日頃の生活の中で「悩みや不安を感じている」と答えた者(4,391人)に、悩みや不安を感じているのはどのようなことが聞いている。

それによると、「老後の生活設計について」を挙げた者の割合が55.3%と最も高く、以下、「自分の健康について」(48.3%)、「家族の健康につい

て」(41.4%),「今後の収入や資産の見通しについて」(41.3%)などの順となっている(複数回答, 上位4項目)。

図5 日頃の生活の中で「悩みや不安を感じている」人の悩みや不安(2013年)



出典 内閣府「2013年6月世論調査」
<https://survey.gov-online.go.jp/h24/h24-life/zh/z24.html>

家計の健康問題についての高い関心は、新型コロナ関連情報への敏感な反応からも予想されたとおりである。経済問題という観点でいえば、家計は今後の収入、とりわけ賃金には高い関心を持っていることが見て取れる。

実際、黒田総裁も2014年3月の講演で賃金についてもふれている。すなわち家計については、実感として、「物価が上がるのは好ましくない」と感じることは、極めて自然なこと、とし、もし賃金が変わらないのであれば、物価は下がる方が望ましいに決まっている、と述べている。しかし、賃金が上昇せずに、物価だけが上昇するということは、普通には起こらない、物価の上昇に伴って、労働者の取り分である労働分配率が下がり続けることになってしまうからであり、こうしたことは、一時的にはともかく、長く続くとは考えられない、と述べる。これは、物価があがっても心配はない筈、という消極的なメッセージであり、家計の関

心や希望をかき立てる内容ではない。

賃金を上昇させるために物価を引き上げることが目標、という仕立にすればこのナラティブへの国民の関心がもう少し高まった可能性は考えられるかもしれない。だが、直接賃金形成にかかわらない日本銀行総裁のナラティブ単体では期待を転換させるほど大きな効果をもつのは難しそうである。

この時期、吉川洋氏は、なぜ日本だけがデフレなのか、という問いに対する答えは、日本だけで名目賃金下がっているからだ、と結論づけ、名目賃金はデフレ期待によって下がっているわけではなく、大企業における雇用システムが名目賃金を抑える方向に変貌を遂げたからだ、と論じ大きな関心を呼んでいた⁵。

この認識は、政府・与党にも浸透し、政府が経済界や労働界のトップと雇用問題などで意見を交わす「政労使協議」の初会合が2013年9月に官邸で開かれ、この会合で安倍首相は「経済はデフレ脱却の方向に向かっている。この動きを企業収益、賃金、雇用の拡大を伴う好循環につなげられるかどうか勝負どころだ」と述べ、賃上げや雇用拡大への協力を求めた。形式的に捉えると、1970年代に注目された所得政策に近い動きといえる。しかし、時期的にも内容的にも日本銀行のナラティブとの連動性は希薄であり、相互に補完しあう効果は発揮できなかった。

6.2 自己実現的期待に持続性はあったか

次に、例えば、賃金引上げを梃にして期待に働きかけ、自己実現的にインフレ目標が達成された、としてみよう。その場合、この状況は持続的か、という問題が存在する。トイレットペーパーの場合、不足が起きるというナラティブにより一時的に店頭から姿が消えるという、「自己実現的なトイレットペーパー不足」が起きたが、実際には、国産品が主体で在庫は、十分あり、生産活動も阻害されていなかったため、ほどなく不足状態は解消した。

他方、物価はマクロ的な財・サービスの需給に

よって決まる、と考えると、一時的に物価（ないし賃金）が自己実現的に上昇しても、それが持続的なインフレ目標の実現、という課題達成につながる、という保証はない。

黒田総裁の2014年の講演は、「2%の物価上昇率が安定的に持続する経済・社会においては、デフレ下での悪循環とはちょうど逆の循環が実現すると考えています。…中略…経済の好循環が続き、需要の堅調さが維持されるもとでは、企業は仕入価格の上昇を販売価格に転嫁し易くなると考えています」など、としているが、これは願望を述べたに過ぎない。期待への働きかけによる自己実現的物価上昇は実現しなかったが、仮に実現したとして、その先の「期待の定着」についても大きな課題が残っていた、といえるだろう。

引用文献

- 翁邦雄 (1985) 『期待と投機の経済分析』 東洋経済新報社
- 翁邦雄 (2015) 『経済の大転換と日本銀行』 岩波書店
- 吉川洋 『デフレーション』 日本経済新聞出版社、2013年
- Akerlof, G.A. and Robert J. Shiller. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why this Matters for Global Capitalism*, Princeton: Princeton University Press. 邦訳は山形浩生訳 (2009) 『アニマルスピリット』 東洋経済新報社
- Akerlof, G. A. and Robert J. Shiller. (2015). *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*. Princeton: Princeton University Press. 邦訳は山形浩生訳 (2017) 『不道德な

見えざる手』 東洋経済新報社

- Blanchard, O. (2013) “Rethinking Macroeconomic Policy” *IMFdirect* April 29, 2013
- Kahneman, D. (2011) *Thinking, Fast and Slow* Penguin November, 2011 邦訳は村井章子訳 (2014) 『ファスト & スローあなたの意思はどのように決まるか?』 (上・下) ハヤカワ・ノンフィクション文庫 2014年6月
- Kermack W. O. and A. G. McKendrick (1927). “A Contribution to the Mathematical Theory of epidemics.” *Proceedings of the Royal Society*. 115 (772):701-21
- Shiller, R.J. Narrative Economics (2017) *American Economic Review*, Vol107, No.4 April 2017 pp. 967-1004

注

- 1 「物語とは重大な出来事や記憶に残る瞬間を紡ぐものであって、時間の経過を追うものではない」カーネマン (2014) 下巻276頁 (原文は A story is about significant events and memorable moments, not about time passing. Duration neglect is normal in a story, and the ending often defines its character.”)
- 2 時事通信 2020年08月06日13時33分配信『うがい薬、店頭から消える ネット上で転売続出—専門家「自己判断は慎んで」』
- 3 例えば、2020年4月3日付の *Nikkei Asian Review* は、Abe faces calls for decisive action after ‘Abenomask’ blunder という標題の記事を掲載している。
- 4 自己実現的期待とその具体例については翁 (1985) 参照。
- 5 吉川 (2013) 参照。

Narrative Economics and the Role of Expectations in Monetary Policy: Case Study of Bank of Japan's QQE

KUNIO OKINA

Specially Appointed Professor Otsuma Women's University

Abstract

Policy makers often make statements intended to influence people's expectations. However, working with these people's expectations often fails.

Of course, there are various reasons for each case. However, one of the important reasons is that a statement that fails to reach people's expectations does not correspond to people's anxiety or hopes.

This paper deals with qualitative and quantitative monetary easing (QQE) adopted by the Bank of Japan in April 2013 as a case study. The Bank of Japan attempted to raise inflation expectations by QQE and "achieve the inflation target of 2% within two years", but it failed completely. This article examines why this attempt failed and explores lessons learned.

Key Words (キーワード)

Behavioral Economics (行動経済学), Narrative Economics (ナラティブ・エコノミクス), Management of Expectations (期待への働きかけ), Self-fulfilling Prophecy (自己実現的予言)