

金融理論「泰斗」総裁で完全デフレ脱却

2024 年「YCC 撤廃」にらむ日銀「危機管理」新体制

2023/2/15 (水)

岸田首相と官邸秘書官が徹底した箝口令を敷いて日本を代表する金融政策理論の泰斗、植田和男元東大教授を総裁に就け、国際的な人脈が豊富な氷見野良三前金融庁長官と、日銀で異次元緩和の企画・立案に深く関わった内田真一理事が副総裁として補佐する強力な布陣を構築、岸田政権はアベノミクス悲願のデフレ脱却を宣言し広島サミットを成功裡に終え、今秋 9 月にも解散・総選挙シナリオが透けて見える。

箝口令下の選りすぐり国際標準「日銀チーム」

ある政界筋によれば、「米 MIT で博士号を取得した非伝統的金融政策のパイオニア的存在かつ金融政策理論の泰斗である植田和男元東大教授を総裁に据えてアベノミクス悲願 2%目標達成でデフレ脱却を宣言すべく、途中で潰されないよう首相と官邸秘書官が徹底した箝口令を敷いて実現した国際標準の日銀正副総裁人事」と振り返る。

政府は日銀の黒田東彦総裁（78）の後任に経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏（71）を起用する人事を固め、人事案を 2 月 14 日に国会に提示、衆参両院の同意を経て内閣が任命する。副総裁には氷見野良三前金融庁長官、内田真一日銀理事を起用、14 日の人事案提示後、衆参両院運営委で金融政策に関する所信を聴取、両院の本会議で承認されれば正式に就任が決まる。

政府が本命視していた雨宮正佳副総裁が今後の金融政策には新しい視点が必要と固辞し、政府が徹底した箝口令を敷いて進めたのが植田総裁、氷見野・内田副総裁だった。

そもそも、岸田政権中枢には、新たな正副総裁により財務省国際派エリート黒田東彦総裁が 10 年もの長き歳月を費やしながらも叶わなかったアベノミクス悲願の 2%物価目標達成によるデフレ脱却を宣言し、広島サミットを成功裡に終え、今秋 9 月にも解散・総選挙に打って出るシナリオがある。もちろん、それには現在の黒田・雨宮・若田部「正副総裁体制」以上の選りすぐりの国際標準の日銀チームの人選を進める必要があった。

一般的に中央銀行総裁に求められる資質として、1) 経済博士号、2) 英語力、3) 組織統率力（ガバナンス）の主に 3 つが指摘され、植田氏は東大数学科卒、東大経済学部学士入学、東大経済学大学院、MIT（マサチューセッツ工科大学）で博士号を取得、デフレ対応の非伝統的金融政策理論の泰斗であり、英語にも堪能、しかも高校（筑波大学附属駒場高等）大学（東大）の後輩である植田氏への黒田現総裁の

信頼は厚いという。もっとも、学者故に 3) の組織統率力は脆弱にならざるを得ず、財務省 OB で国際的な人脈が豊富な氷見野良三前金融庁長官と、日銀で異次元緩和の企画・立案に深く関わった内田真一理事が副総裁として補佐する強力かつ国際標準の布陣が築かれた。

岸田首相は 2 月 8 日の衆院予算委員会で、日銀の黒田東彦総裁の後任にふさわしい人物像について「主要国の中央銀行トップとの緊密な連携、内外の市場関係者への質の高い発信力と受信力が格段に重要になってきている」と指摘、正に植田氏や氷見野氏はそうした主要国の中銀トップとの緊密な連携が可能な経歴と経験を有している。植田氏の国際人脈は、いわゆる MIT ファミリーと呼ばれるスタンレー・フィッシャー元 FRB 副議長（MIT 教授）に繋がるバーナンキ元議長、ドラギ元 ECB 議長（イタリア元首相）、イエレン財務長官（前 FRB 議長）、ハーバード大学サマーズ教授、元 MIT 教授で IMF エコノミストのオリヴィエ・ブランシャール氏など多士済々。共通するのは MIT コンセンサスと呼ばれるハト派（バブル容認）スタンスで理論的根拠はサマーズ教授の「長期停滞論」とされる。21 年以降、サマーズ教授はコロナ過剰財政・緩和に伴う 40 年振り高インフレに対する苛烈引き締め推奨のインフレ闘士となったが、インフレ退治後は低成長への回帰を警戒している。

副総裁候補となった氷見野良三氏は東大卒後大蔵省（現財務省）に入省し、ハーバード大学ビジネススクールで MBA 取得、国際金融規制を担うバーゼル銀行監督委員会や金融安定理事会で要職を務めた。特に、監督規制「バーゼル 2」のタフネゴシエーターとして頭角を現し、規制厳格化が避けられないなかで海外当局を粘り強く説得し、日本の銀行が受け入れ可能な条件に持ち込んだ。同じく副総裁候補の内田真一氏は金融政策を企画・立案する企画局が長く、雨宮正佳副総裁とともに量的・質的金融緩和（QQE）導入や強化に関わった「政策参謀」。2012 年の企画局長就任時は 40 代と現職局長として最年少で異例の抜てきだった。論理的な語りぶりで忠実に役割を果たす能吏と評され、マイナス金利や YCC（長短金利操作）導入時の実務を取り仕切ったが、副総裁として自ら組み立てた大規模緩和を、脱デフレ後に手仕舞いの役割を担う。

24 年にも異次元緩和「出口」模索「危機管理」

「多くの人の予想を超えて長期化した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

が必要だろう。難しいのは、長期金利コントロールは微調整に向かない仕組みだという点である。金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある」。植田氏は22年7月6日付の日本経済新聞「経済教室」でこう指摘している。その意味で植田新体制の最初の仕事は、長期緩和の「効果」と「副作用」を検証しつつ2%物価目標定着によるデフレ脱却を宣言、マイナス金利やYCC（超短金利操作）など異次元緩和の「出口」への手順を描くことにある。

むろん、岸田政権がデフレ脱却を宣言すべく決めた人事だけに、「異次元緩和を続けるのは当然」とする一方、異次元緩和の検証は必要というのが植田氏の認識であり、氷見野副総裁も全く同感である。筆者が昨夏、氷見野氏と懇談した際に上記の「経済教室」記事の精読を勧められたことが印象的である。

それでも23年中は日銀が異次元緩和を簡単に止められない理由として以下の6つの要点が指摘される。1)「共通担保資金供給オペ」による1月会合の緩和強化、2)「慢性デフレ」4割の物価構造と2%物価目標の未達、3) 防衛費増額にDX支援や少子化対策など財政出動、4) 国債残高1000兆円の利払い配慮マネタイゼーション、5) 欧米中銀の引き締め長期化による景気後退リスク、6) 今秋9月解散・総選挙シナリオ等である。

何より、日本経済そのものが未だ「慢性デフレ」物価4割、「急性インフレ」物価6割が占める構造デフレ問題を孕みつつ、日本の成長力の低下と共に中立金利（経済を刺激することも冷やすこともない金利）に低下圧力が残っている点で利上げは現実的でない。

労働市場の流動化で成長分野に労働者が移動できるようにする等の成長戦略が肝要であり、緩和的な金融環境を保ち、それを側面支援するのが金融政策の役割だ。むろん、海外に目を転じれば、米FRBの利上げ打ち止めが視野に入り、利下げ開始時期への市場の関心が強まれば円高リスクへの配慮から日

銀の金利引き上げの難易度が増す。

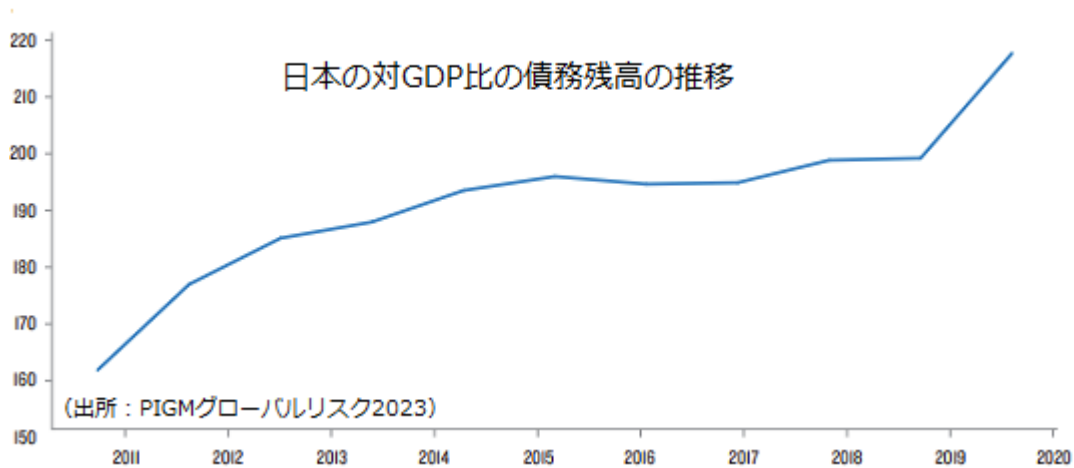
さらに、年3%の名目成長率を前提にした財務省の試算によると、23年度に25.3兆円を見込む国債費が26年度に29.8兆円に膨らむ。一般会計の歳出総額の25%超を占め23年度予算案の22%から拡大、利払い費は11.5兆円と3兆円増える。長期金利の低位安定を企図するYCCによる日銀マネタイゼーションは財政再建シナリオを描くまで続けざるを得ない。

ある政界筋によれば、「自民党の最大派閥、安倍派ではアベノミクスの転換を警戒する空気が根強く、日銀が政策修正を進める際に、政治や政局への目配りは最重要な要素。成長戦略の実施や財政政策の持続性を高めるための支出効率化を含め政府と日銀の一体運営が肝要となる」という。

植田氏は22年5月日経新聞インタビュー「複眼」で、「金融政策の効果が出なかったのはなぜか。様々な構造問題により日本の成長力が下がり、中立金利（経済を刺激することも冷やすこともない金利）が低下したためだ」と喝破した。黒田体制は大規模緩和によって人々のインフレ予想を引き上げる「リフレ派」が政策決定の一翼を担ったが、植田氏の発想は日本の潜在成長率をまず高めなければゼロ近傍の中立金利が上がらないという論陣である。折しも、潜在成長率を高めるために岸田政権は少子化対策やデジタル分野の投資を積極化させる。

それにしても、日銀の異次元緩和は稀有壮大な前例なき実験だった。日銀の国債保有額は13年3月の125兆円から23年1月583兆円へと4倍超に拡大、発行済み長期国債の5割以上を買い占め、上場投信（ETF）の保有額（簿価ベース）も1.5兆円から36.9兆円に増えた。22年12月に日銀が副作用を解消すべく長期金利上限0.5%への引き上げで異次元緩和と「出口」を見込んだ市場との攻防が激化し、1月の国債購入額は23兆6902億円と過去最多を記録した。植田新体制は24年にも異次元緩和の出口に立つ「危機管理」体制でもある。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。