

日銀新総裁が直面する3つの課題

4月に日本銀行の新総裁に就任する予定の植田和男氏には、主に3つの課題への取り組みが期待される。第1は金融緩和の枠組みの見直し、第2は政府との政策協調のあり方を見直し、第3は金融緩和が財政の規律を緩めてきたことへの対応だ。課題が累積する中、植田氏は就任当初からその手腕が試されよう。

新総裁は金融緩和の見直しを慎重に進める

元日本銀行審議委員で東京大学名誉教授の植田和男氏が4月に日本銀行の新たな総裁に就任する。総裁の交代によって、過去10年にわたる異例の金融緩和は、段階的に修正されていくことになるだろう。

植田氏は、理論と実践の両面で一流の金融政策の専門家だ。金融政策運営では、マイナス金利政策、イールドカーブ・コントロール（YCC）、資産買入れ策など個々の政策の効果と副作用を冷静に分析したうえで、副作用軽減のために必要な修正を順次施していくのではないかと。植田氏は、「金融緩和を維持するのが適当」としているが、これは金融緩和の枠組みを見直しつつも、経済を支えるために金融緩和状態は維持する、という意味だろう。

植田新総裁に求められる課題は、第1に、金融緩和の枠組みを見直し、達成が難しい2%の物価目標と結びついた硬直的な金融政策を柔軟化、正常化していくことだ。

それは、日本銀行の事務方と一体で進められていくと予想される。金融緩和に積極的な黒田総裁のもとでさえ、政策決定に大きな影響力を持つ事務方が主導して、副作用の軽減を図って明示しない形での軌道修正、いわゆる「事実上の正常化」を進めてきたと考えられる。この点を踏まえれば、新総裁のもとではそうした流れは加速する可能性が高いのではないかと。他方、新総裁のもとでの日本銀行は、伝統的な金融政策姿勢に基づいて、金融機関の財務環境や金融市場に与える影響に十分に注意を払いながら、慎重に金融緩和の見直しを進めていこう。

長期国債利回りをコントロールする枠組みであるYCCを維持するために、大量の国債買入れを強いられ

ていることが、日本銀行にとって当面の最大の懸念材料だ。このYCCには致命的な欠陥がある。例えば、米国の景気が堅調でインフレ率が上振れるもとの、米国の長期利回りが上昇する際には、まず、米国経済の堅調さやインフレ率上昇の影響が日本経済にも及ぶ。さらに日米の利回り格差拡大で円安が進むことでも、日本のインフレ率は上振れやすくなる。それは、本来であれば日本銀行が金融引き締めの実施を求められる局面である。ところが、米国の長期国債利回り上昇によって、日本の10年国債利回りが許容変動幅を上回るリスクが高まると、日本銀行は利回りの上昇を抑え込むために、国債の買入れを拡大させなくてはならなくなる。これは、マネーの供給を増やすことになり、金融引き締めとは逆の金融緩和の強化策となってしまうのである。このように環境次第では、本来求められる金融政策とは全く逆の政策の実施を強いられることが、YCCが抱える深刻な構造問題と言える。

このような点を踏まえると、新総裁の下で日本銀行が始める金融緩和の見直しは、第1にYCCの大幅な見直しであり、利回り変動幅の±1.0%などへの再拡大や変動幅の撤廃などが考えられる。そして第2は、2%の物価目標を中長期の目標などに修正することで、柔軟な金融政策を取り戻す正常化を進める環境を整えることだろう。第3は、マイナス金利解除、YCC撤廃などが考えられるが、その実施は、内外経済が安定を取り戻し、また米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ観測が解消される状況になった後となり、2024年半ば以降になると見ておきたい。その後に、保有国債残高の削減など量的引き締め策、ETFのオフバランス化などが、数年かけて進められていくのではないかと予想される。

政府との政策協調のあり方の見直しを

新総裁の課題の第2は、政府との政策協調のあり方の見直しだ。岸田政権は、2013年1月の政府と日本銀行の共同声明、いわゆるアコードの修正を新総裁と協議する考えを示唆している。日本銀行が2%の物価目標の達成に向けて積極対応を約束したとされるこの共同声明が、日本銀行の政策姿勢を硬直化させてしまった一因だ。それを見直すことを通じて、日本銀行により柔軟な金融政策運営を可能とすることを政府は意図しているのではない。実際、共同声明の見直しを通じて、2%の物価目標は中長期の目標などに柔軟化されると見込まれる。

ただし、物価目標の見直しや金融政策の修正は、本来は日本銀行の単独の判断で進められるべきものだ。日本銀行の政策決定を巡っては、政府と十分な意思疎通を行うことが、日本銀行法第4条でも求められているが、日本銀行は、政府の意見を聞き、議論を重ねたうえで、最終的には独自の判断で金融政策を決定すべきだ。そして新総裁のもとでは、日本銀行も政府の経済・財政政策について、積極的に考えを伝えるべきだろう。政府と日本銀行が自由闊達に議論を交わしたうえで、最終的な政策はそれぞれの機関の判断に委ねられるというのが適切な姿である。政府よりも中長期の視点から経済及び国民生活の安定を考える日本銀行は、政府の政策に対しても有益な示唆を与えることができるはずだ。

財政の規律を緩めてきた弊害への対応

第3の課題は、過去10年にわたる異例の金融緩和が、

財政の規律を緩めるといふ弊害を生み出したことへの対応である。現在、日本銀行が取得する長期国債は、銀行から入札方式で買っているものであり、財政法第5条によって原則禁じられている直接引き受けではない。しかし、政府が長期国債を発行した直後に日本銀行はそれを買入れることは、円滑な国債消化などの政府の国債管理政策を助ける「財政ファイナンス」に近いものと考えられる。そのもとでは、国債を大量に発行しても金利は上昇しないとの認識が政府、国会で広がりやすく、それが、財政の規律を緩めているのである。財政規律が低下したもとで政府債務の増加が続くと、将来世代へ転嫁される負担が累積することになる。その分、将来世代による需要が低下するとの見方から中長期の成長期待が低下し、企業は投資、雇用、賃金を抑制してしまうだろう。その結果、経済の潜在力が損なわれてしまうのである。日本銀行には、金融緩和の見直しを進め、国債市場が財政リスクを反映できるように市場機能を回復させることが求められる。また政府、国会に対しては、必要に応じて金融緩和を柔軟に見直していくとのメッセージを送ることを通じて、日本銀行の金融緩和に依存せず、金融市場の安定により責任を持った財政運営を促すことが重要だろう。

以上みてきたように、日本銀行の新総裁はまさに課題山積の状態にある。4月の就任直後から、その政策手腕が大いに試されることになるだろう。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp