

日銀次期総裁の政府人事を読み解く—2%達成に神風は吹くか

作成日 2023年2月21日

市場の機能不全と異常な低金利を招いた黒田総裁下の日銀を、植田氏が改善してくれそうです

リフレ派による2%物価目標を肯定する植田氏

■政府は日本銀行の次期総裁に経済学者の植田和男氏を起用する正副総裁人事案を2月14日に国会へ提出しました。与党内では「政府債務残高の増大を懸念する必要はない」と主張するMMT(現代貨幣理論)信奉者が多い旧安倍派の影響力が残る中で、財政再建論者の植田氏を岸田首相が起用できた理由は、「植田氏の2%物価目標に肯定的な発言が旧安倍派のメンツを保ったから」と推測されます。

■そもそも2%物価目標は、緩和強化を日銀に求める異例の選挙公約で政権を奪還した野党の安倍自民党総裁(当時)が白川日銀総裁(当時)に要請して実現。白川氏は「平成バブル期でも平均1.3%だった日本経済では、政府の構造改革を欠けば、日銀単独での2%達成は無理」と述べ、任期満了前に辞任。後任に黒田総裁が起用されスタートした経緯があります。

■植田氏の考え方を筆者なりに要約すれば、「2%を2年で達成できると主張した当初のリフレ派の政策では2%達成は不可能だが、何らかの外生的ショック(=米国の利上げによる円安等)が日本経済に加われば2%達成は不可能でない」との発想が読み取れます。つまり「神風が吹けば2%達成も可能」との発想です。

■しかも「(実勢より過大な)2%目標堅持によって(景気過熱と物価高を誘発し)十分に利上げできれば、将来緩和すべき時に利下げ余地すなわち緩和の『のりしろ』を確保できる中長期的メリットがある」との(やや本末転倒で随分無理せざるを得なかった)植田氏の発想も読み取れます(日本経済新聞「経済教室」、2022年7月6日、2018年8月20日)。

リフレ派の経済理論は日本では不適切とみる植田氏

■10年前、安倍政権は、いわゆる『翁・岩田論争』で日銀を批判していた経済学者の岩田規久男氏を日銀副総裁に起用して黒田総裁を補佐する体制としました。「貨幣供給量を増やせばデフレは脱却(物価は上昇)」とのMフリードマンの貨幣数量説の正しさを日本経済で証明しようとする壮大な社会実験でした。しかし植田氏は「ベースマネー(現金と準備預金)は1990年時点の13倍に急増したが物価はほとんど横ばい」として日本経済は貨幣数量説の「はっきりとした『反例』」と断言しています。「壮大な社会実験を終わらせたい」との強い意欲が感じられます。

債券市場の機能不全を軽減しつつ2%達成へ

■植田氏は「長期化する異例の緩和の副作用も目立ってきている」として、とりわけ日銀による国債大量買入れやイールドカーブ・コントロール(YCC)で債券市場は価格発見機能を喪失したと問題視します。そして「今後、持続的な2%物価達成の可能性が一段と高まってくれば、日銀の利上げを先取りした債券市場の投機がより大規模に何度も発生すると予測される」と指摘します。

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

■この副作用は「長期金利コントロールが微調整に向かない仕組み」だからであり、「金利コントロールを7年、5年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱える」と指摘します。2021年の豪州準備銀行など「中長期金利コントロールから抜け出した例では一回限りの調整で済ませている」と植田氏は述べます。「まず副作用の大きいYCCを早期撤廃した上で、持続的な2%達成までマイナス金利を継続する」との植田氏の意向が読み取れます。

異常な低金利をやめ十分な利上げを説く植田氏

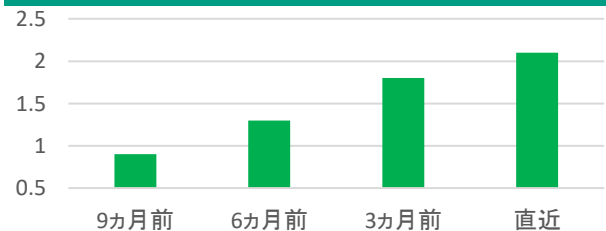
■植田氏は「なぜ米国等のように日銀も利上げしないのか？」を問うのではなく、「世界的な物価高が続くうちに日銀が金利を引き上げるチャンスが訪れるか？」を問うべきと強調します。米国の利上げによる景気悪化ひいては「2%達成が遠のく円高」——輸入物価高騰を終焉させる円高——すなわち神風が止まることを心配しているようです。

■もっとも米国景気は予想外に堅調であり、市場で利上げ休止観測が後退しています。この間、日銀が基調的な物価として重視する生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数(前年度比)は足元で急速に上昇しています。2022年度の日銀政策委員の予測値は、年4回の展望レポート公表の毎に上方修正され、直近では2%超です(図表参照)。年内にマイナス金利が解除される可能性もありそうです。

すでに国民の生活実感では10%ものインフレ率

■持続的な2%達成までマイナス金利を維持すると言っても、国民の生活実感でのインフレ率は既に10%もの激的な物価高です(日銀「生活意識に関するアンケート調査」)。10年前、異次元緩和スタート直前で「8割強の方が物価上昇は困ったことだと回答」(白川総裁、2012年12月)している国民性です。メンツを保つため2%物価目標を撤回できない硬直的な政治の在り方も、改めて問われることでしょう。

【図表】2022年度の基調的な物価(日銀予測値の変化)



注: 対前年度比(単位: %)。「直近」は2023年1月時点

出所: 日本銀行 経済・物価情勢の展望(展望レポート)をもとに明治安田アセットマネジメント作成

筆者: チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職