

明示された新日銀総裁人事(その2)

発表日:2008年3月7日(金)

～武藤・白川・伊藤正副総裁のトロイカ体制～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

政府・与党が提示した武藤次期総裁候補、白川・伊藤次期副総裁候補のトロイカ体制はうまくワークするであろうか。本稿では、仮に武藤次期総裁候補が首尾よく日銀総裁に就任したときの金融政策の今後がどうなるかを考えてみた。現状では、人事の行方のさることながら、金融政策は苦しい立場にある。急激な下振れリスクがないことを前提に、しばらくは利上げでも利下げでもない中立モードを維持するだろう。仮に、金融緩和の必要が強まったときには、白川氏を中心にゼロ金利制約の下で新しい金融政策が可能かどうかをもう一度模索することになる。

武藤副総裁の金融政策を展望する

次期日銀正副総裁の候補者が政府・与党から提示された。総裁は武藤敏郎副総裁であり、副総裁は白川方明京大教授（前日銀理事）、伊藤隆敏東大教授（経済財政諮問会議民間議員）である。武藤副総裁は、本命の本命であり、だからこそ民主党からは潜在的な反対論が強い。かえって白川氏は、政治色が薄い人選であり、無用の混乱を避けようとする姿勢がみられる。もうひとりの伊藤教授は、すでに民主党の一部から反発があるようだが、筆者には致命的な問題があるようには思えない。

さて、本稿では、「武藤副総裁が次の日銀総裁になるならば」という前提で、次の金融政策を考えてみたい。武藤副総裁のスタンスは、福井総裁と比べると、タカ派色を前面に出さず控えめな印象がある。審議委員のメンバーの意見のばらつきの中で常に中庸にあつて、独自色をあえて出さない。こうしたスタンスは、白川教授も同じである。これは、タカ（利上げ）とかハト（利下げ）とか、決め打ちをせずにバランスを重んじる姿勢を採っているゆえんであろう。

武藤副総裁については、就任後、ハト派とみられる先入観が根強かったが、実はタカ派的発言もしている。今年の1月10日の札幌での講演では、「緩和的な状況にある金利水準を徐々に調整していく方向にある」と述べている。この発言は、最近では他の審議委員よりもタカ的なイメージのものである。経緯を説明すると、日銀は12月20日の政策決定会合以降、景況判断を下方修正していた。水野温氏審議委員が、現状維持に反対する立場を変更したのも12月だった。そうした中、福井総裁や他の審議委員は、金利水準を徐々に調整していくという言葉は12月から使わなくなっていた。一方、武藤副総裁は1月になっても伝統的見解を守り、過去の発言との整合性を考えて、足もとの慎重なスタンスと伝統的見解を交えて語ったのだろう。こうした姿勢は実直さゆえんであろう。

しばらくは中立モード

武藤副総裁が日銀総裁に就任すると、しばらくは、福井時代の利上げモードを前面には出さず、しばらく中立モードを採るだろうと筆者は予想する。常識的に考えて、2008年2～4月は、消費者物価コアが前年比1%前後まで上昇する可能性があるのも、容易に利下げには動けないはずだ。当面、日銀は誘導目標0.50%を据え置くとみられる一方、米国経済がリセッションに陥る蓋然性が高まり、為替円高が100円を切ってどんどん進むようなリスクが高まると、金利据え置きから利下げに動かざるを得ないだろう。その場合、原油高騰のコスト転嫁などを通じてインフレ期待の芽が伸びるリスクを当面心配しなくてもよいという根拠を説明してはいけないだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

副総裁の役割

副総裁の候補が白川教授と伊藤教授になったことは、武藤次期総裁候補をサポートする両翼が充実したという位置づけだろう。これまで日銀副総裁の人事は、「次の次」の日銀総裁を占う先行指標だという見方があった。福井総裁に対して、武藤副総裁はそうした関係である。一方、白川・伊藤次期副総裁候補にはそうした色はなさそうだ。次を狙う人物を脇に配置するよりは、武藤次期総裁候補の機能を強化することに徹する姿勢である。特に白川教授は、前の速水総裁の時代に日銀出身の山口泰副総裁が執行部を取り仕切っていた役割によく似てくるだろう。従来型の発想で「次の次」を現時点で読むことは難しくなったと言える。

白川教授については、理論家として定評がある。細かな経済学に通じ、日銀の政策運営に都合がよい理屈を経済学の言語に変換する役割を担ってきた。よく言えば、理論的指導者であり、日銀の理論武装に貢献してきた。審議委員の中では、須田美也子審議委員が、白川教授とほぼ同年代であり前後して小宮隆太郎東大教授の門下である。反インフレーターゲット・反リフレの系譜であり、日本の金融政策の論争に最も精通している勢力と言える。また、武藤副総裁は、海外中央銀行とのパイプが弱いという見方があるが、白川教授はニューヨーク事務所に駐在した経験もあり、そこを補佐すると考えられる。

一方、伊藤教授は、インフレーターゲットを持論とすることで知られている。直近では、日銀の物価安定の理解について、日銀の0~2%程度の「下限0%」は低すぎると批判した経緯がある。人によってはインフレーターゲット論者を政府が送り込んだという見解を述べるだろうが、そうした意図が政府にあるようには感じられない。伊藤教授は、経済財政諮問会議の民間議員を兼任しており、福田総理の経済政策を補佐する立場である。諮問会議の議員としては、空港外資規制の弊害を説いたり、国際金融市場として東京が香港・上海・シンガポールと競争すべきことを唱えたりしている。議論を巻き起こすことにためらいがない点は学者として好ましいと思えるが、本当に実務家として自分の考える経済政策を実現したいのならば、インフレーターゲットを一旦は懐に仕舞って、副総裁ポストをうまくこなすことで周囲から信頼感を勝ち取ることがまずは必要であろう。伊藤教授には、かつて財務省の副財務官を務め、同時期には武藤副総裁が主計局長・事務次官のポストにいた経験もある。伊藤教授と武藤副総裁は知らない仲ではない。

副総裁人事に関しては白川教授の名前が早くから浮上した一方で、もうひとりが決まらなかった。このポストの候補者は、人選が難航していた可能性がある。その理由は、与野党の対立の中で、副総裁人事でさらにもめると武藤副総裁の昇格がより困難になるので、そうならない人選が必要だった可能性がある。すでに諮問会議の議員であり、ボディチェックにかかりにくく、不安感がなかったのかもしれない。学者出身であることが前提に人選された結果、伊藤教授が選ばれたのだろう。

課題は市場との対話

武藤副総裁が次期日銀総裁になったとき、まず変化が予想されるのは、市場との対話のあり方である。福井総裁は、リスクを両論併記し、時間の経過とともにリスクウエイトを変化させるという手の込んだ話術を採っていた。BOJウォッチャーとしては、難しい局面で福井総裁の記者会見で切り返しをどうするかに注目し、その答えの中には非常に興味深いものがあった。その点、武藤氏は、福井総裁よりももっとシンプルに語りかけると考えられる。FRBがグリーンズパン議長からバーナンキ議長に引き継がれて、シンプルで明快な説明に変わったのと同じように、日銀のアナウンスメントも変わっていく可能性がある。

武藤副総裁が昇格した場合、そのスタートダッシュは注目である。なぜならば、福井総裁が就任してから2003年3月~6月までの金融政策は大きく動いたからだ。福井総裁は、総裁になる前から「自分だったならば、こうした金融政策したい」という思いを胸に秘め、閉塞感のあった金融政策を前進させ、少なくとも見た目には「動く日銀」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

を強く印象付けた。本命視されていた福井総裁が、実質的に信認を確立したのは、最初の3か月の努力があったからだと思う。

同じく、武藤副総裁も総裁になったからには、これまで胸に秘めていた想いを政策に表現する可能性がある。事前にこれだけ野党から批判を浴びたので、それを実績で見返したいという気持ちは強いはずだ。

なお、新しい武藤日銀の行動が金融緩和路線への転換になるのかどうかは、現時点では未知数である。仮に、日本経済へ重大なショックがあった場合、そのときは単に短期金利を下げるだけでは、金融緩和の説得力がない。おそらく、白川教授が中心になり、金融政策のゼロ金利制約が意識される中で、どのように限界的に政策効果が発揮できるかを模索していくと考えられる。