

## 日銀総裁人事で黒田東彦氏が拳がる

発表日：2013年2月25日（月）

～国会同意人事を潜り抜けられるか～

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

事前報道で、国会に提出される日銀人事案として、総裁は黒田東彦氏、副総裁に岩田規久男氏の名前が拳がっている。安倍政権は、3月18日に切れる日銀副総裁の任期に併せて、アベノミクスの推進に積極的な人物へと日銀執行部を入れ替えようとしている。依然、国会同意は予断を許さない状況であり、日銀人事が5年前のように政治的に混乱に巻き込まれないことを祈るばかりである。

### 黒田・岩田コンビでどうか？

事前報道で日銀人事の情報が流れた。日銀総裁候補には、アジア開発銀行の黒田東彦氏。副総裁には、岩田規久男学習院大学教授が拳がる。もう1人の副総裁候補は、日銀出身者という観測である。

黒田氏も岩田氏とともに、インフレターゲット導入をずっと以前から提唱してきた人物である。特に、岩田氏は1992年に論文「日銀理論を放棄せよ」（週刊東洋経済）に発表して以来、翁・岩田論争を繰り広げ、日銀の金融政策を手厳しく批判してきた。マネタリストならぬ「リフレ派」と呼ばれる論陣を率いて長い間、日銀や主流派経済学者の批判に耐えてここまでやってきた。その姿はまるでシカゴ学派のミルトン・フリードマンのようであり、岩田氏は「日本のフリードマン」とも言える。

黒田氏は、財務省出身と言われるが、財務省出身者であってもインフレターゲットに賛意を示してきたところが特徴である。日銀の金融政策にも、ことのほか厳しい評価を行ってきたことが知られている。財務官を経験していることは、情報発信には信頼感があり、発言内容が二転三転して金融市場を混乱させる心配がないという条件を満たすものだろう。これからは、この黒田・岩田コンビが中核になり、安倍首相の言う「次元の違う大胆な金融緩和」のマンデートを実践していくことになるだろう。

### 黒田氏の金融政策スタンス

黒田氏の金融政策はどのような運営になるのだろうか。これまで黒田氏が金融政策について言及してきた履歴を振り返ってみよう。

2005年7月に出版された黒田氏の著書「財政金融政策の成功と失敗」（日本評論社）によると、

- ▼「この日銀の政策決定(2000年8月のゼロ金利解除)は完全な誤りでした。そもそも、物価下落が続き、デフレからの脱却もまったく展望できていない時点で、金融引き締めに移るとするのは無謀というしかありません」
- ▼「2003年5月から2004年3月までの『非不胎化介入』の一定の成功から見て、為替の安定にとっての金融政策の協力が非常に重要だといえます」
- ▼「物価上昇率に冠する期待を適切な水準で安定させるうえでもっとも重要なことは、財政金融政策が中長期的なパースペクティブのもとで運営されることです。(中略)中長期的に適切な物価上昇率に関する期待を維持する必要があり、何らかの意味のインフレターゲットあるいは物価安定目標は不可欠だと思われまます」

黒田氏は、過去の金融政策運営について、とりわけ期待の影響力を重視していて、時期尚早な引き締めには徹底して反対論を唱えているところが特徴である。

黒田氏の言論で興味深い点が2つある。ひとつは、伝統的なマンデル・フレミング・モデルの信奉者であり、財政政策を実行するときの副作用（為替円高、長期金利上昇）に対しては同時に金融緩和によって弊害防止のポリシーミックスを講じることを強調している。今後、アベノミクスの一環で大型財政出動が行われたり、経済ショックに財政出動で応じるときには、同時に金融緩和策を積極活用する方が望ましいとして行動するだろう。この考え方に基づけば、財政不安が強いうちは金融緩和を解除することはできないことになる。おそらく、FRBとECBが出口政策に着手した後も日銀は孤高に金融緩和を貫くことはほぼ間違いないだろう。

もうひとつは、期待形成への考え方である。期待インフレ率が形成されるのは、金融緩和をすればそれが瞬時に資産価格に織り込まれるという「合理的期待」には懐疑的である。この点は、一部のリフレ派の人々とは異なる。

「適応的期待」は、過去のインフレ率だけから計算されているところに難点があるとす。実際は、過去のインフレ率のみならず、過去の政策当局の行動や石油危機のような外的ショックの経験を含めて考えるのが正しい理論だと述べている。おそらく、円安を梃子にしながら徐々に輸入物価上昇が国内物価に波及していく実績をつくって、その延長線上で期待インフレ率の上昇を促そうとするのが黒田氏の考えになるだろう。

(参考) エピソードとして、過去、黒田氏は1991年に地価税が導入されたとき、大蔵省主税局課長を担当していて、「税制が土地政策の主役になることは難しいと考えていました」と述べていて、そのタイミングでは「ほとんど地価高騰を抑制する意味はなくなっていました」と述懐している。地価高騰に関して、地価税導入の議論の前から土地保有税を主張していた論客が岩田規久男氏であった。

## 金融緩和の難題

今後、順調に黒田氏・岩田氏が日銀総裁・副総裁として国会同意を得ると、具体的に、4月3・4日の決定会合以降にどんな政策を採るのであろうか。すでに、1月の決定会合では、インフレ目標と無制限の金融緩和を決定している。債券利回りは、2、3年物の金利低下が著しく進んでいる。これは、1月の決定会合で2014年から短期を中心に国債13兆円を毎月買い入れることを受けていることが効いているが、今後、当座預金の付利0.1%が撤廃されることも見越しての変化もあるだろう。

新体制は、4月以降の決定会合で、「2014年以降」とした国債買い入れについて仕切り直すことも予想される。そのときには、2013年中から残存期間3年以内に制限している国債買い入れ対象を、3年超10年以下のところまで拡大するだろう。この買入対象の見直しによって、日銀のバランスシートが急激に拡大する。日銀資産の拡大を緩和効果としてアピールする手法を採る可能性もある。

もっとも、これだけで、今のように過熱している市場の期待感は満足するであろうか。現状、「次元の違う大胆な金融緩和」という抽象的な言葉だけが独り歩きして、金融政策の次の一手に高い心理的ハードルを課している。いつまでの期待に応え続けることは不可能だろう。

よく考えれば、上記以外に大胆なリフレ政策として、それほど有力な玉はない。モスクワのG20を経て、外債購入はできない可能性が濃厚だ。ETF・REITの積み増しという手はあろうが、株価上昇への影響力は相対的に小さくなっている。目新しさという点で、新体制の玉は早晚尽きてしまう公算が高いと考えられる。