

## 黒田東彦・新総裁の誕生で変わる日銀

発表日：2013年3月15日（金）

～金融政策は「白の時代」から「黒の時代」へ～

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

白川体制から黒田体制へと移行する国会同意人事が衆参両院で通過した。白川体制は、4月3・4日の決定会合に仕切り直されるとみる。無制限の国債買入など2014年初からのスキームを前倒しで実施することになる。もっとも、国債購入を大拡張してもデフレ脱却に十分な成果が上がらないときは、リスク資産購入に踏み出すだろう。今後、独立した中央銀行の内側に入った黒田新総裁が微妙にスタンスを変化させるかどうかにも注目したい。

### 仕切り直しの金融緩和は4月4日

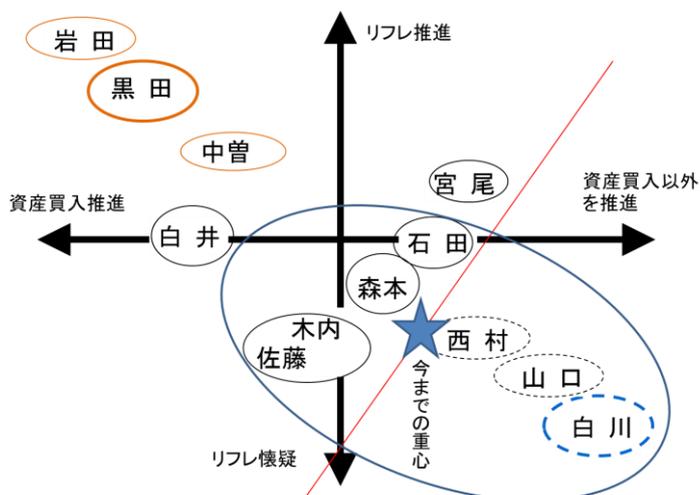
日銀総裁の国会同意が、3月14日に衆議院で得られ、15日に参議院でも通った。これで、黒田東彦総裁、岩田久夫副総裁、中曽宏副総裁の新体制で今後5年間の金融政策の舵取りを行うことが決まった。任期はいよいよ3月20日から始まる。そして、初の政策決定会合となる4月3・4日には、新体制が従来の白川体制を大胆に仕切り直すのではないかとみている。

具体的に、黒田東彦次期総裁の下での仕切り直しを考えると、3つのメニューが考えられる。まずは、①日銀当座預金の付利撤廃（0.10%を0%に）、次に、②日銀の資産買入基金の国債購入年限の長期化（3年以内から3年超へ）、③2014年初からのオープンエンドの買入開始を前倒し、といった3つの内容が検討されよう。

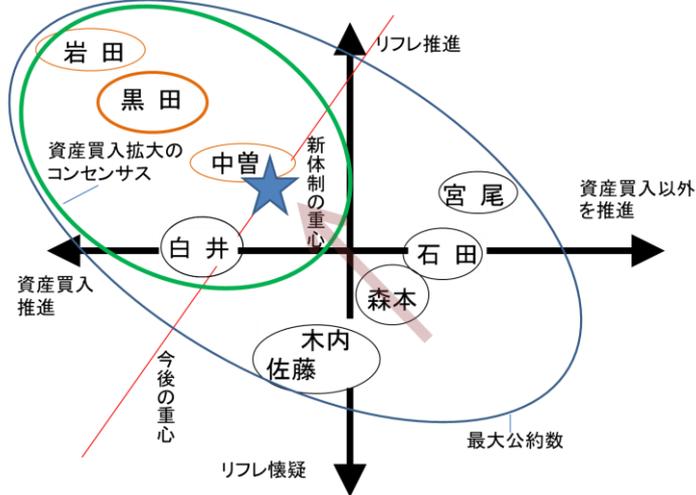
ただし、こうした仕切り直しが、黒田総裁ら3人から提案されたときには、従来までに在任していた6人の政策委員がどう判断するかが注目である。最近になって、ちょっとした驚きをもたらしたのは、3月7日の決定会合の議決で、白井さゆり委員が、2014年初からの国債購入計画を前倒しすることを提案していたことである。白井委員は、これまで独自のアイデアを示してこなかっただけに驚きだった。

2月13・14日の決定会合の議事要旨をみると、このときに何人かの委員が、先の①～③を含む選択肢に言及していた。執行部3人+白井委員+他1人=5人が、仕切り直しに賛成するとすれば、黒田体制は滑り出しからキャスティングボードを握ることになる。政策委員会のメンバーの重心も、リフレ政策に懐疑的であった、執行部の白川・山口・西村3人が抜けることで、リフレ推進に移ってくる可能性が高い（図表1、2）。

（図表1）日銀政策委員の分布図 現状



（図表2）日銀政策委員の分布図 3/20以降



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。見直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。

## 次元の違う金融政策とは

黒田新体制は、安倍首相の意向を強く受けている点で、事実上、官邸からのエージェント（代理人）というかたちになろう。形式的には、エージェントが安倍政権に対して以心伝心で自主的にリフレ政策を推進することになるのだから、安倍首相自身が牽制球を投げる必要はなくなる。つまり、日銀の独立性は強化される形式になる。

その場合、黒田新体制は、あらゆる面で白川体制からの転換という方向性を打ち出すことになる。これがレジーム・チェンジである。安倍首相の言葉を借りれば、白川体制からの転換を意味することが「次元の違う金融政策」の推進ということになる。

筆者なりに、「次元を変える」というニュアンスを少し敷衍すると、それは白川総裁の推進した「包括緩和政策」という名前を書き換えることで、転換色を打ち出すのではないかと考える。包括緩和に変わる政策パッケージの追求である。歴代総裁は、速水氏＝ゼロ金利政策、福井氏＝量的緩和政策、白川氏＝包括緩和政策、という政策パッケージを導入してきた。だから、黒田氏は、独自の「〇〇緩和政策」なるものを導入するだろう。

その〇〇緩和政策の中身を大胆予想すると、「バランスシート緩和」という枠組みになるのではないかと。もしも、日銀が、マネタリーベースを積極的に拡大していこうとすれば、銀行券ルールを適用外にするために創設した資産買入基金を操作するのではなく、バランスシート全体を使って資金供給をしていこう。日銀のバランスシートを膨らませることは同時に、マネタリーベースの伸び率を拡大できる。これが「バランスシート緩和」と称する所以である。

## 今後の国債買取り

一方、筆者は、黒田新体制についてはお手並み拝見という期待感と、経済メカニズムを金融政策で自由自在に操れるという設計主義的感覚があることへの懐疑的見方を持っている。次元の違う金融政策とは、言うは易し、行なうは難しである。そこで、日銀のバランスシート全体を使って強力な緩和を推進する際には、いくつかの課題が浮上していくことについて指摘しておきたい。

まず、白井委員が指摘したように、輪番オペの月 1.8 兆円の買入れと資産買入基金の取引の統合は、第一関門だ。問題点は、（1）対政府取引として年 1 回決めていた国債借換・償還の扱いをどうするか、（2）銀行券ルールに替わる財政ファイナンスの歯止め、を明確にしないといけないこと。これらは、単純に答えが出そうにないので、仕切り直しに時間を要することになるかもしれない。そして、（3）量的拡大の効果と、長期金利の低下が連動するののかという疑問である。量と金利の連携が描けないと、どこまで量を増やせばよいのかが不明確になる。先行き、政策効果のアピール度は徐々に減衰していくという懸念もある。

次に、新体制が推進していくと予想される国債の買入れについて、より詳細に検討してみよう。すでに、2013 年は買入基金で長期国債+20.0 兆円の残高増、短期国債は+15.0 兆円の残高増を決めている。このほか、輪番オペで長期国債を 2013 年中+21.6 兆円買い増すことになる。

なお、日銀は輪番オペで+21.6 兆円もの金額を買っているのだから、今以上の買入余地はないと感じる人は多いかもしれないが、必ずしもそうではない。本体では 2012 年中は+23.5 兆円の買入額に対して、償還額が▲21.3 兆円であり、残高の増加を 2.3 兆円と小幅に止めてきた。本体は、これまで輪番オペを、資産買入と区別して膨張を免れてきたのが実情である。

だから、黒田新体制は、本体でも買入れに十分な余地があるとみて、購入増に動くだろう。その場合、当初の反応として、長期金利の低下がさらに進む可能性はある。過去、長期金利が最も低下したのは 2003 年 6 月の 0.433%である。これは、福井俊彦総裁が就任後にアグレッシブに量的緩和を拡充した時期だ。このときと同じような反応が進むという見方ができる。

---

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。見直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。

問題は、その先に、量と金利の関係が曖昧になっていく懸念がより現実身を帯びてくることだろう。オープンエンドの国債買入れと銘打っても、本当に、青天井の国債購入はできるかという問題もある。

そもそも普通国債発行残高は有限だから、いつか日銀の国債買取りは無限とはいかない。数字に当たっておくと、日銀のバランスシートにおける国債保有残高は122兆円である（2013年2月末）。2012年末の普通国債残高691兆円に対して、17.6%のシェアを占める。仮に、無制限の金融緩和の方針の下、2013年の早い時期から、残高を年間+100兆円ずつ増やす政策を行ったとすれば、2014年末に40%前後、2015年末には発行残高の50%前後になる予想である。もちろん、政府の財政規律がルーズになって国債発行が激増すれば、このシェアは低下するが、財政ファイナンスを野放図に進めるといったシナリオは現実的な姿ではない。

## リスク資産を購入する場合

国債購入を進めるといったシナリオは思い描きやすい。しかし、量と金利の関係だけではなく、量的拡大がデフレ脱却にどのくらいの効果を発揮できるのかは、もっと未知数である。筆者は、「巨額の長期国債の買入れを行えば、その効果によって消費者物価が上昇していく」などとは考えない。

黒田新体制は、巨額の国債購入を活発に行っていたけれども、その効果が捗捗しくないときには次なる展開を模索するだろう。おそらく、資産買入の種類を広げていくという信用緩和的な手法に進んでいくのではないかと。黒田氏は、国会の所信表明で「国債であればより長期のもの、すでに社債やETFを買っているが、そうしたものを幅広く検討していく」と述べている。国債以外の資産買取りは、①外債、②事業債、③貸出債権、④株式等、が考えられる。社債・株式などに投資対象を広げていく可能性は十分にある。

ただし、①外債は選択肢から外れたとみるべきだろう。モスクワのG20にみられるように、各国から直接的な為替介入が指弾されかねないからだ。特に、財務官を経験した黒田新総裁であれば、この選択肢はあり得ない。黒田氏は「やれることは何でもやる」と述べているが、これはやれないことはやらないことの裏返しでもある。

すると、実行可能な範囲は、②～④になる。買入対象の範囲を調べると、事業債が約50兆円、国内銀行貸出が約400兆円、株式時価総額300～350兆円となっている。ただし、問題は、こうしたリスク資産の購入に日銀が動いたとき、引当金の積み増しが必要になることだ。政府への納付金の範囲（数千億円）を上回るときは、欠損金の補填について予算措置を講じることになるだろう。もしも、政府から財政資金のバックアップがあれば、黒田氏という通り、かなり広範囲のリスク資産を日銀が購入できることになる。

## 黒田総裁はどこまで政治に忠実であるか

最後に、ややトリッキーな見方もサブシナリオとして提示しておこう。過去の中央銀行と政府の対立を振り返っておくと、様々な政府からの介入に対して中央銀行は、強かに渡り合ってきた歴史がある。

例えば、過去50～60年前の米国の金融政策史である。現在、日本の金融市場関係者には、中央銀行と政府との間に結ばれる「アコード」という言葉は広く知られている。しかし、オリジナルの1951年の米国のアコードが、金融政策を政府の国債管理政策から分離させて、事実上、中央銀行の独立性を保証する取り決めだったことは意外なほど知られていない。アコードが結ばれたときの米大統領はトルーマンである。トルーマン大統領は、朝鮮戦争（1950～53年）の最中、戦費調達のための波乱要因になりかねない中央銀行の独立性を嫌った。そして、米財務省とFRBがアコードを結んだ5日後にトーマス・マクケープFRB議長を解任する。さらに、大統領は次のFRB議長に、財務省次官補だったウィリアム・マーチンを据える。トルーマンはFRBをうまくコントロールするために、政府にとって国債管理政策の必要性を熟知したマーチンを送り込んだ。ところが、マーチン議長は、トルーマン大統領の意向を裏切って、長期金利を安定化させるための中長期国債の購入を拒否する。国債管

---

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。見直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。

理政策を優先して、短期金利の操作を制約することは、インフレ懸念に対処するのに望ましくないとマーチン議長は考えた。マーチン議長は、前任のマッケープ議長が結んだアコードの精神を守るべく、国債管理政策と金融政策を分離しておくことを望んだのである。

結局、マーチン議長は、財務次官からFRB議長へと立場を変えると、その職務に忠実に行動するという人物だった。中央銀行制度にはミステリアスなところがあって、ポストが人物をつくり、職責が人物の思考を変えてしまう。有名な後日談として、大統領を退任した後のトルーマンは、マーチン議長に会って「裏切り者」と罵られたと言われている。また、マーチン議長は、金融政策の仕事は「パーティが盛り上がり始めたところで酒の入ったパンチボウルを取り上げることだ」と語っていたことでも知られる。

黒田新総裁がどこまで自分の信念を貫いて、独自の金融政策を推進するのかについては、正直、やってみないとわからない。現在の主義主張だけでは将来の金融政策を見通せないことも、年頭に置いておくべきだろう。