

## 黒田続投シナリオ

発表日：2018年2月9日（金）

～ 近々発表される日銀人事～

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

黒田東彦総裁の後任人事はもうすぐ発表されるだろう。現在の株価暴落が、パウエル議長への交代に伴う疑心暗鬼にあるとすれば、黒田続投によって不安を生まない選択肢を採ると考えられる。一方、米株安がインフレ懸念を背景にしていたことを考えると、日銀の今の政策にも同様のリスクが隠れていると思える。

### 株価暴落は黒田続投を支援

近々、日銀総裁の人事案が発表されそうだ。3月には副総裁2人の後任人事案を国会に提出する必要に迫られているからだ。4月の任期切れを控えている黒田総裁の後任も、同時に明らかにされると予想されている。

2月6日の衆議院予算委員会では、安倍首相が「2%の物価安定目標に向けて着実に進んでいただきたい」と述べた。読売新聞（2月7日）では、首相が総裁の続投を示唆したと報じている。

人事案が水面下で固まっていることを暗示させる材料は他にもある。岩田副総裁は、自分が再任されないだろうとすっかり口を滑らせてしまった。すでに人事案は決まっています、発表待ちの公算はかなり高いと筆者は読む。

ここに至る株価暴落は、同じく黒田総裁の再任をサポートする材料だとみてよい。米国では、イエレン議長からパウエル議長へのバトンタッチの間でインフレ懸念にFRBが傾くのではないかという思惑から、長期金利が上がり、株価が急落した。中銀トップの交代は、疑心暗鬼を呼ぶ。黒田総裁を続投させると、そうした交代リスクは発生しない。米国ではパウエル議長が就任し、ECBは2019年にドラギ総裁は交代する。すると、任期が延長した黒田総裁は、日欧米の中銀トップの中で、過去の経緯を一番よく知っている人物としてアドバンテージを持つ。G7諸国でメルケル首相と並んで在任期間の長い安倍首相は、続投が強みになると考えて、黒田続投を支持しやすいとみることができる。

### 何が評価されたのか？

筆者は、「黒田総裁はよくやっている。だから続投だ」という意見をよく聞く。少しおかしいと思う。2%の物価目標は、何度も延長されて、将来も達成されそうにない。ミッションに対する達成度は、とても低いと言わざるをえない。今までも失敗してきた人物をこれから5年間も続投させるのは、常識的に受け入れにくい。

なぜ、有言実行できない人物が、「よくやっている」と評価されるのか。ここをよく考えなくては行けない。筆者は、日銀総裁の真のミッションが必ずしも2%の物価上昇ではないからほめられるのだと理解している。真のミッションは、安定的な国債消化を助けて、国庫の利払負担を極小化することなのではないかと考える。黒田総裁がうまくやっているのは、こちらのミッションである。

この安定消化自体は、決して悪いことではない。しかし、何のための安定消化かといえば財政再建を側面支援することである。利払費の軽減が当初予算比での余裕となり、それが毎年のように補正予算で使われる。これでは何もならない。

国債消化を日銀が安定化させるほどに出口におけるリスクは高まる。黒田総裁が続投するのならば、出口のリスクを封じながら、国債の安定消化を維持し続けることが必須となる。

### 株価急落の教訓

黒田総裁には、現在の株価急落から多くを学んでほしい。米株安は、インフレ懸念が高まって利上げのリス

クが過剰に意識されたことにある。2017年中の適温経済が永続するものでないと悟った人々が、株価上昇が行き過ぎていると警戒したのである。

これを日銀の出口に重ね合わせて考えてみよう。物価2%は到底達成できないと皆が思っている。仮に、2018年後半に予想外に原油高、円安が進んで、コアCPIが1.5%以上になったと仮想する。すると、今までマイナス金利（あるいはゼロ金利）が永続すると思いついていた人が、急に出口を意識し始める。こうした反応は、円高・株安の引き金になる。今のECBも、国債などの買入れを停止する予定が、ユーロ高を招いて火消しに大変苦勞している。日銀はもっと苦勞するに違いない。

日銀が出口は遠いところにアナウンスして、それを強く信じ込ませるほどに物価上昇が予想外に進んだときの巻き戻しも大きくなる。物価上昇率のターゲット2%は、誰もそこまでインフレ率が高まらないと信じさせることが目的である。強い期待形成を生み、長期金利を安定させる。

この効果は、予想外に物価上昇が進んだときには崩れ去る矛盾を抱える。結局、インフレ目標は金利上昇を一時的に押し下げることができても、それを永遠に固定することはできない。多くの識者が言っているように、時間を買う政策に過ぎない。買った時間は、何に使うのかと言えば、それは財政再建のための時間稼ぎだ。

今、株価暴落を受けて、2019年10月の消費税率引上げが予定どおりにいくかどうか少し不透明になったという声を聞く。もしも、筆者が黒田総裁の立場にあれば、再任の要請を首相から受ける代わりに、2019年10月の約束を守ってもらうことを条件にする。職責に命懸けで取り組むとはそういうことだろう。