

門間 一夫の  
経済深読み

## 新体制の日銀に期待すること

みずほリサーチ&amp;テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2023年2月27日

## 10年ぶりの総裁交代

日銀新体制の政府案に国会の同意が得られれば、この春から総裁は植田和男氏（経済学者）、副総裁は内田眞一氏（日銀理事）および氷見野良三氏（元金融庁長官）となる。10年間続けられた異次元緩和が変更されるのかどうか、金融市場やメディアの関心は高まる。

第一に、異次元緩和が当時の政権の意向を強く受けたものであったうえ、近年はその弊害も取りざたされるようになってきている。デフレ脱却が最優先の10年前とは日本全体の政策課題も異なるのだから、新体制への移行はおのずから軌道修正をイメージさせる。

第二に、2%物価目標達成の可能性がわずかではあるが出てきている。消費者物価の上昇率は41年ぶりの4%台に達している。理由は輸入物価の高騰なので今後は低下が見込まれるが、それでもここまで高まった以上、2%近辺で下げ止まる可能性も無いとは言えなくなっている。緩和の出口への模索が始まるという見方が一部に出てきてもおかしくはない。

第三に、イールドカーブ・コントロール（YCC）の弊害は既に明白である。YCCは今の金融政策の基本的な政策手段であり、日銀が短期金利だけでなく長期金利まで決めてしまう特殊なやり方である。現在日銀は10年物国債の金利上限を0.5%と決めているが、市場実勢はそれを上回っている。その差を日銀が国債の「爆買い」で抑え込んでいるが、それによって国債市場に様々なゆがみが生じている。

## まずはYCC撤廃で市場との対話を正常に

このうち緊急性が高いのは、第三の点として挙げたYCC問題である。国債市場への副作用が現に明らかであるうえ、YCCが存在する限り日銀と市場との対話がうまくいかないからである。

「中央銀行と市場との対話」とは、中央銀行と市場が金融政策の先行きについてある程度のイメージを共有することである。米欧の中央銀行は昨年からの利上げ局面で、先行きの利上げのペースや程度について、不確実性の度合いも含めて自分たちの見方を市場に語ってきた。長期金利、株価、為替などの市場はどのみち金融政策を予想しながら動くものであり、ならばそれが中央銀行自身の

予想とあまりずれない方が市場の安定に資するからである。

ところが、長期金利まで日銀が決めてしまうYCCというやり方だと、政策の先行きを日銀が正直に語ることはできない。将来の引き上げの可能性を示唆した瞬間に長期金利には大きな上昇圧力がかかり、そのコントロールが難しくなってしまうからである。コントロールしやすくすることを優先する日銀は、市場に対して「長期金利は動かさない」と常に言い続けることになる。だから実際に長期金利を動かす時は必ずサプライズになる。

昨年12月の長期金利の上限引き上げ(0.25%→0.5%)も、市場にはサプライズとなった。サプライズが絶対ダメとは言わないが、日銀の言葉が信用されにくくなるというコストは生じる。12月の引き上げに際しても、日銀は「今回限りでもう引き上げない」と強調したが、その日にサプライズで裏切られた市場にしてみれば、もはや日銀を信じる理由がなかった。日銀の意図に反して長期金利の上昇圧力がさらに強まったのは必然であり、それが国債市場の機能回復を遅らせる原因になった。日銀はこの「市場との対話」問題に早晚ケリをつけないといけない。

新体制になって最初の4月の決定会合は、YCCの撤廃ないし事実上の撤廃を行う良い機会である。最初の会合でそれを済ますことができれば、残り5年間は市場との建設的な対話が可能になる。逆にYCCを引きずっていった場合、「新体制もどこかでサプライズを起こすのではないか」という市場の疑心暗鬼が消えず、日銀の言葉への信用が回復しない。

ただし、YCC撤廃の際に長期金利の急上昇を避けることは重要である。そのためには、①緩和の「やり方」は変えるが緩和の継続に揺らぎはないという姿勢を明確にする、②短期金利(-0.1%)について「2%物価目標の達成が確実になるまで維持する」とのフォワード・ガイダンスを導入する、③国債の買い入れ継続により市場への安心感を与える、といったことなどが考えられる。

それでも長期金利の多少の上昇は起きる可能性が高い。その景気への影響が軽微であることや、金融市場の機能維持も中央銀行の大事な仕事であることを、日銀は国民や政治家に理解してもらう必要がある。簡単な作業ではないが、政府案どおりの新体制なら可能だと思う。

## 2%物価目標を巡る検証

より長く新体制の5年間で展望した場合、2%物価目標の再考作業がおそらく必要になる。2%物価目標は世界標準なので廃止は難しい。それでも、2%物価目標に日本の現実に合う適切な運用方針を与え直し、重視すべき他の事柄とのバランスをうまくとれるものとすることは重要である。

仮にこのあと2%物価目標が達成されるとしても、達成には10年以上を要することになる。まして、一度は41年ぶりの物価上昇にまでなったのに、それでも2%物価目標が達成されないという結果になった場合、また40年ぐらい次のチャンスを待たなければならないかもしれない。

安定的な2%インフレが望ましいとされる最大の理由は、常にそのぐらいのインフレがあれば金利もある程度高くしておくことができ、いざという時の利下げの「のりしろ」を持てるという点にある。しかし、その国の実態からみて2%物価目標が現実的でない場合、金融政策がその目標の

ために頑張るほど超低金利が長期化し「のりしろ」を作る機会を失うことになる。実際過去10年の間には完全雇用とみられた局面もあったが、日銀は2%物価目標を優先するあまり金利を上げることが全くできなかった。

低金利が長く続くという予想が企業や家計に定着すると、低金利の効果自体が失われる可能性もある。そもそも低金利が資金需要を刺激するのは、「いずれ金利は上がるからお金を借りるなら今」と借り手が考えるからである。時間を通じた「金利の高低への意識」が経済を動かすのである。したがって常に低金利ならそれはもはや低金利ではない。「数年単位でみれば金利は変わる」という感覚が社会から失われてしまうと、効くはずの低金利も効かなくなる。

のりしろ確保により金融政策の有効性を高めるはずだった2%物価目標が、むしろ慢性低金利を招いて金融政策の有効性を低下させているのだとしたら、2%物価目標は日銀の狙いそのものに対して逆効果になっている。「日銀にとってプラスだが他のどこかに迷惑がかかる」というトレードオフ問題ですらない。こういう根本的な論点について、拙速な答えは不要なので、新体制には任期5年をかけてじっくり議論してもらいたい。

政府と日銀の「共同声明」の見直しについては、上述した慢性低金利の問題も念頭において、2%物価目標と他の事柄とのバランスを適切にとれるようにする見直しなら、一定の意味はあるだろう。例えば「経済金融情勢の観点から適切と判断される場合には、2%物価目標にかかわらず政策を調整する」と明示的に書き込む手はある。目標達成の期間を「できるだけ早期」ではなく「中長期」や「長期」に変えればよいという議論もあるが、その程度の見直しならあまり意味はない。

## グローバルな情報発信の強化を

日銀のグローバルな情報発信には強化の余地がある。「市場との対話」は現実問題として、かなりの程度「海外投資家との対話」になる。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長や欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁の場合、政策決定直後の記者会見がライブ中継で世界に届く。しかし、日銀総裁が英語で記者会見を行うことは、聞く側の事情もあるので現実的でない。

そういう非英語圏のハンディがもともとあるからこそ、日銀総裁は意識的にグローバルメディアでの露出を増やした方がよい。総裁の顔と肉声が頻繁に流れれば、日銀とグローバル市場の距離はぐっと近づく。ついでながら、記者会見についても会見録の英訳ぐらいは作れるのではないか。2%物価目標の世界標準もいいが、コミュニケーションも世界標準だと胸を張れる中央銀行であってほしい。

## 政府との対話にも進化が必要

日銀の責務は「物価の安定」だが、実際問題として金融政策は他のことにも影響を与えうる。例えば財政政策について、異次元緩和で財政規律が損なわれたという批判が広く存在する。筆者は必ずしもそう思わないが少数派である。

それに対し、「財政は政府・国会の責任」というのが今の日銀の立場である。しかし、政府債務の持続性が損なわれているなら日本経済にとって大問題であり、日銀はその意図はなくても結果的に「共犯」になっていると多くの有識者やメディアから疑われているのである。日銀は、そうでないなら疑いははらすべきであるし、本当にそうなら改めるべきである。「物価の安定に徹していればあとは分析も説明も不要」という縦割り姿勢には共感しにくい。中央銀行は全体最適を常に意識すべきである。

政府の側からも、日銀の金融政策が他の経済政策に及ぼす影響について、もっと情報発信があってよい。例えば、異次元緩和は新陳代謝を阻み日本経済の成長を弱めているという批判もよく聞かれる。もしそうなら異次元緩和が成長戦略の足を引っ張っていることになるが、それについて政府に反論はあるのだろうか。また、マイナス金利政策の長期化が金融仲介機能に与える影響について、金融庁はどう考えているのだろうか。

金融政策の独立性は重要だが、それは日銀と政府が互いに相手の領域について語らないということではない。むしろ独立性があり最終責任の帰属がはっきりしているからこそ、日本経済を良くするという同じ目的に向かって、日銀と政府は一定の緊張感を持ちながら深い対話も協力もできるはずである。水面下でしかできない情報交換もあるだろうが、国民への説明が望まれる論点も少ない。

## 最後にもうひとつ

植田氏が総裁になれば、財務省ないし日銀の出身者が日銀総裁になるという不文律が破られる。限られた母集団ではなく国全体から最もふさわしい人物が選ばれるのは、たいへん良いことである。経済学者が中央銀行のトップを務めるのは海外ではよくあることだが、日本ではこれまでそうではなかった。植田氏にはロールモデルとして、経済学者に新たな活躍の途を示すことも期待したい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。