

みずほマーケット・トピック(2023年2月13日)

日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～

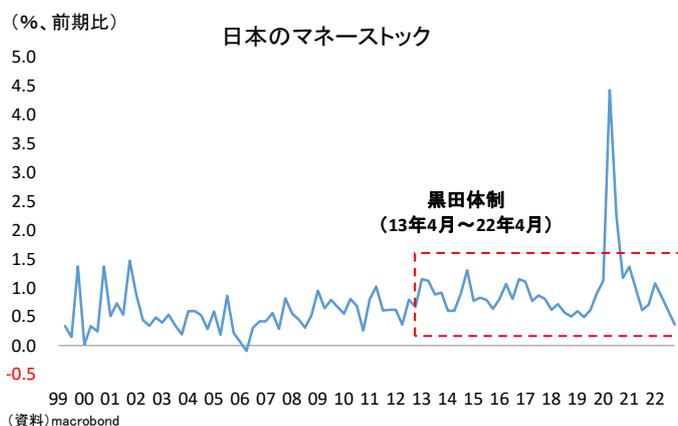
政府は23年4月8日に任期を迎える黒田東彦・日銀総裁の後任に経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏を起用する人事を固めた。合わせて報じられている2人の副総裁は内田真一・日銀理事および氷見野良三・前金融庁長官。現在に連なる非伝統的政策の理論的支柱である植田氏、現行の枠組みを熟知する内田氏、プルーデンス政策と国際性に優れる氷見野氏という正副総裁体制は文字通り隙の無い布陣。実験に勤しんで金融市場との対話力がしばしば問題視された前体制のような展開はもはや考えにくい。黒田体制がリフレ政策の望んだ「理想」を追求し続けたのに対し、植田体制は「現実」を追求するだろう。メディアに主導される世論は「タカ派」か「ハト派」という二項対立でしか金融政策を評価しない。植田教授は直近言動からタカ派との評価を受けやすいかもしれないが、同教授が各種非伝統的政策の理論的支柱を担ってきた経緯を踏まえれば、「実体経済に合わせた現実的な政策運営が行える人物」というのが妥当な評価。ドル/円相場にとっては若干の円高リスクを孕むが、過度な心配は無用と考える。

～日銀、隙の無い布陣へ～

政府は2023年4月8日に任期を迎える黒田東彦・日銀総裁の後任に経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏を起用する人事を固めた。経済学者出身の日銀総裁は戦後初となる。同人事案は2月14日に国会に提示され、衆参両院の同意を経て内閣が任命することになる。元より本命と言われ、事前報道でも政府からの打診が報じられた雨宮正佳・副総裁は「今後の金融政策には新しい視点が必要」との考えから固辞されたという。なお、合わせて報じられている2人の副総裁は内田真一・日銀理事および氷見野良三・前金融庁長官とされている。現在に連なる非伝統的政策の理論的支柱である植田氏、現行の枠組みを熟知する内田氏、プルーデンス政策と国際性に優れる氷見野氏という正副総裁体制は文字通り隙の無い布陣と言える。少なくとも実験に勤しんで金融市場との対話力がしばしば問題視された前体制のような展開はもはや考えにくい。

～黒田体制の総括～

黒田体制は文字通り、金融政策の限界に挑戦し、その有効性(厳密には無効性)を白日の下に晒したという意味で功績は大きい。ここまでやらなければいつまでたってもマネタリー(貨幣数量説的)な考え方に拘泥し、あらゆる社会・経済課題を金融政策で解決できるかのような言説にすぎた宗教じみた論陣を一掃することはできなかった。



現状でもそうした発想が根絶されたとは言えないが、もはやマイノリティだろう。過去 10 年でマネーストックは全く加速していない。白川時代の全否定から始まった割に実体経済に流れる貨幣量が加速したという証跡は全くない(前頁図、そうなったのはコロナ禍で政府が現金給付をした時だけだ)。

また、黒田体制の 10 年間は日本社会における円安への受け止めを変えたという功績もある。10 年前、「もはや円安は輸出数量を増やさず、海外への所得流出を招くだけで弊害が大きい」と主張した場合、大変な批判を受けた。しかし、今や「悪い円安」が流行語大賞になるほど円安の弊害が日本社会で認知されている。2022 年におきた円相場急落は日銀の金融政策だけに帰責するものではない。だが、円安相場を前にしても「円安は日本経済全体にとってプラス」と言い続けた黒田総裁の発言は日銀と一般社会の摩擦を明らかに強めていた。「自国通貨が安くなることの怖さ」を日本社会に浸透させたという意味でも、黒田体制は為替に対する社会規範を変えた。

しかし、10 年間におよび国債購入の結果、日銀の国債保有額は 2013 年 3 月の 125 兆円から 2023 年 1 月の 583 兆円へと 4 倍超に拡大し、発行済み長期国債の 5 割以上を占有、上場投資信託(ETF)の保有残高についても 1.5 兆円から 36.9 兆円に積み上がり、既に日銀は多数の上場企業の主要株主に名を連ねている。金融政策との因果関係はさておき 2022 年に物価は念願の上昇を果たしたが、その暁には社会がそれに不満を漏らすという結末を待っていた。10 年という在任期間を通じてリフレ政策が概ね支持されていたのは物価目標が未達だったからである。

～理想から現実へ、タカ・ハト二項対立の無意味～

こうした社会実験とも言える政策運営を経て生まれる植田新体制はどのような姿になるか。一言で言えば、黒田体制がリフレ政策の望んだ「理想」を追求し続けたのに対し、植田体制は「現実」を追求するだろう。早速、植田新総裁の審議委員時代(1998 年 4 月～2005 年 4 月)や近年の金融政策にまつわる言動が遡って注目されているが、現行枠組みへの所感を述べたものとしては 2022 年 7 月 6 日付の日本経済新聞『経済教室』において「多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」と論じていたことがやはり目に付く。メディアに主導される世論は「タカ派」か「ハト派」かという二項対立でしか金融政策を評価しない。特に白川体制をタカ派とレッテル貼りした上で、これを全否定するハト派であることが半ば存在価値と化していた黒田体制の直後だけに、植田体制もこの二項対立による分類を強いられる。

よって、上述のような発言だけを切り抜いて新体制をタカ派だとレッテル貼りする向きは当初強くなるかもしれない。とりわけ新体制の初手は正常化だろうから余計にそうした状況に直面しやすい。しかし、過去に植田氏がゼロ金利政策や、フォワードガイダンス(時間軸政策)、量的緩和政策といった非伝統的政策の理論的支柱を担ってきた経緯を踏まえれば、根っからのタカ派であるはずもなく実際は「実体経済に合わせた現実的な政策運営が行える人物」というのが妥当な評価であろう。

なお、アベノミクス初期からリフレ派の重鎮としてその言説が再三取り上げられてきたイェール大学の浜田宏一・教授は著書『21 世紀の経済政策』で植田教授にインタビューを打診したところ「金融政策が効くか効かないかと両者のバランスをとって議論するのではなく、先生のように効くと決めつけている人とは議論できない」と断られた内幕を明らかにしている。こうした発言一つを取ってみてもリフレ思想のように直情的かつ直線的な振る舞いではなく、適時適切な判断が期待できるはずである。「市場との対話」についても丁寧に考慮されるはずだ。

～異次元緩和から通常緩和へ、円相場への含意～

「理想」から「現実」へのシフトを基本とするならば、自ずと取るべき進路は決まってくる。際限なく国債購入を強いられる YCC は廃棄、金融システムへのネガティブな影響が指摘されるマイナス金利は撤廃というのが既定路線だろう。長期金利をペッグさせる YCC も、銀行部門への課税であるマイナス金利も通常想定される緩和手段ではなく、だからこそ「異次元」という形容詞を授かってきたわけだが、植田教授の従前の発言を額面通り受け止めれば、ここまでは撤回に踏み込む公算が大きいのだろう。なお、YCC の操作対象年限を徐々に短期化する案に関しては、2022 年 7 月の経済教室において「長期金利コントロールは微調整に向かない仕組み」、「金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある。10 年物金利コントロールを 7 年、5 年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱えている」と明確に否定している。

むしろ、植田教授はマイナス金利が引き締め効果を持ち得るリバーサルレートだという評価に立っていきそうなことを思えば、その解除は緩和的な意味合いすら帯びる。解除の公算は非常に大きい。しかし、新体制の正常化はそこまでと思われる。上述の通り、植田教授は審議委員時代、日銀にとって世紀の失策の 1 つとして記憶される 2000 年 8 月 11 日のゼロ金利解除が決定される際、反対票を投じている。今後も時々の経済・金融情勢を踏まえ、適時適切な判断を下す理知的な運営に努めることが期待される。修正すべきは明らかに不適切と判断される YCC とマイナス金利に限り、名目賃金の持続的な上昇が期待できない日本においては通常の緩和状態を志向するのが適切と判断するだろう。YCC やマイナス金利解除は『中期為替相場見通し』の下限である 125 円を割り込み、120～125 円に突入するリスクをやや高めるものの、内外金利差の観点からは取るに足らない変化であり、やはり需給環境に押される格好でドル/円相場は堅調な推移になると予想したい。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見直しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
2023年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月16日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月13日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月10日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月6日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月5日	週末版
2023年1月4日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
2022年12月14日	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月13日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月12日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月9日	週末版
2022年12月9日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
2022年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月17日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月14日	週末版
2022年10月14日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
2022年9月13日	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月12日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はここまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字