

Weekly Macro Economic Insights

2023年2月13日(月)～2月17日(金):
日銀総裁・副総裁人事報道についてのコメント

PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士
シニアエコノミスト 伊藤 篤



日銀総裁・副総裁人事報道についてのコメント

先週末の2月10日、政府が黒田東彦総裁・両宮正佳副総裁、若田部昌澄副総裁の後任人事として、植田和男東大名誉教授、内田眞一日銀理事、氷見野良三前金融庁長官を総裁・副総裁に起用する人事を固めたと報じられた。報道によれば、2月14日に同意人事案が国会に提出され、衆参両院の採決の後に政府が正式に任命する形となるとのことだ。

同意人事案が政府から国会に提出されたのち、総裁・副総裁の候補者は国会にて意見陳述・質疑応答の機会があるため、候補者が現下の経済・物価情勢についてどのような考え方をもち、今後の金融政策運営をどのように行っていくと考えているのかの詳細は現段階では不明である。以下では過去の発言や議論を参照しつつ考えてみることにしたい。

まず、植田氏、内田氏、氷見野氏の3人の人事案についてだが、人事案が報じられた直後のメディアや識者の反応はサプライズ人事というものだった。これまでも日銀総裁・副総裁人事がメディアの下馬評通りになったケースはほぼないこと、最有力候補の一人と目された両宮副総裁の総裁昇格の可能性を報じた日経記事(2月6日付)が政府高官から明確に否定されたこと¹、もう一人の最有力候補と目された中曽前副総裁はAPEC諮問委員会の金融作業部会議長就任が決まっていたため、服務専念義務がある日銀総裁への就任はなくなったこと、以上の事実からはメディアによる報道とは異なる「サプライズ人事」となると筆者は予想していた。果たして実際はこうした予想の通りとなった訳である。さらに言えば、日銀正副総裁といった重要人事は政権内でも一部のごく少数の人間により極秘裏に相談され、決定されるものである。「有識者」への取材に基づくメディアによる事前報道があまり参考にならないことは留意しておくべきだろう。

だが、植田氏が総裁候補という人事案は筆者も想定外であった。これは今回の人事案で筆者が良かったと感じる点にもつながるのだが、植田氏がMITで博士号を取得した学者としての顔を持っている点、財務省と日銀の有力者が交互に総裁に就任するというすき掛け人事から脱却できた点は、中銀総裁のグローバルスタンダードに沿った人事と言えるだろう。

もっとも、なぜこうした人事を岸田政権が行ったのか。それには表立っての批判を避けるためという側面があるのではない。今回の人事は10年間続いた黒田総裁の下での金融緩和路線からの脱却が目指された。2%の物価安定目標が未達の状況下で、金融緩和路線から引き締め路線といった形での大幅な路線変更を露骨に匂わせる人事は大きな反対につながる事が容易に予想されるし、学者出身である現副総裁の若田部氏を総裁にとの声を封じる狙いもあったのかもしれない。学者出身者が日銀のトップに立つのは組織運営に難があるという指摘に対しては、1998年から2005年まで審議委員として日銀で仕事をしたという実務経験や、最近でも日銀主催のコンファレンスに度々登壇するといった日銀との関係性の深さはプラスとして働かざるを得ない。黒田総裁に続き財務省出身者が総裁に就くことは世論の反対にあうことは予想されたし、両宮副総裁が固辞したという報道が真ならば、現在、企画局担当理事である内田氏が副総裁として日銀内部の人事統制・具体的な金融政策の立案を担うとともに、金融庁長官を務めた氷見野氏がブルーデンス政策を通じて金融機関との対話を進め、全体を植田氏が総裁として統括する、というのは批判を避けるという意味では最良の人事の1つと言えよう。

今後の金融政策はどうなるのだろうか。金融政策のスタンスを考える上で重要な変数は、政府の方針と総裁の考え方の2つである。

政府の方針については昨年末に政府内の一部に共同声明の見直し論が浮上しているとの報道があった。具体的には2%の物価安定目標の達成時期や範囲をより柔軟にしたり、表現の一部を修正したりといった案が取り沙汰されているとのことだ。足元の物価動向(2022年12月)をみると、消費者物価指数は総合で前年比+4.0%、食料・エネルギーを除く総合で同+1.6%まで上昇しており、刈込平均値は同+3.1%、加重中央値は同+1.4%、最頻値は+1.6%と目標達成まであと一息の状況にある。コストプッシュインフレが主体の物価動向が、賃上げが進む中で需要や所得の拡大を通じた形で安定的に2%の物価上昇率を維持することが確認され、今後もその蓋然性が高いと見通されれば、物価安定目標の修正も視野に入るのかもしれない。ただし、こうした状況が新総裁・副総裁人事が決着した段階で確認できるとは考えづらい。逆に各種経済指標や各国経済動向からは、景気悪化リスクも相応にあり、物価については今後マイナス要因が働く可能性が高いことが予想されている。こうした中、2%の物価安定目標の達成時期や範囲をより柔軟にしたり、表現の一部を修正したりといった形での共同声明見直しを政府から提示されれば、それは政府の金融政策の引き締め方向でのスタンスを明示化することにつながるため得策ではない。こうした意味で政府・日銀の共同声明のゆくえが注目である。

もう一つの変数が総裁の考え方である。2月10日に報道が出た直後、植田氏は記者からの質問に断片的に答えている。そのポイントを筆者なりにまとめると、次の4つとなる。つまり、①金融政策は景気と物価の現状、特に見通しに基づいて運営す

べき、②以上の観点からは現在の日銀の政策は適切で、③現状では金融緩和の継続が必要である、さらに④政策を巡る判断は論理的であること、説明はわかりやすくすることが重要である、ということだ。これらのポイントから推察するに、日銀が2023年1月の展望レポートで示した見通し(2023年度、2024年度の物価上昇率が2%を下回る)を変えない限り、金融緩和の継続が必要と植田氏は考え、そのように実行するだろう。逆に言えば、日銀新執行部にとって最初となる4月決定会合のタイミングで展望レポートの見通しが上方修正され、物価上昇率の見通しが2%を超える状況になれば、金融緩和策は具体的な形で修正される可能性が高いのではないかと感じる。

以上の点は比較的真っ当な話だと筆者は思うのだが、以下指摘する点を考慮すると、筆者は金融政策の先行きには一抹の不安を感じている。そして植田氏の行動を予想するには、行動の背後にある文脈をしっかりと考える必要があるのではないかと感じる。

それはどういうことか。先に紹介したとおり、植田氏は1998年から2005年まで審議委員として日銀で仕事をしている。この中で特に重要なのが、2000年8月11日のゼロ金利政策解除の執行部提案に対して中原伸之氏とともに反対したことだろう。ただし、植田氏の反対と中原氏の反対はその理由において大きく異なっている点が重要である。公表されている議事録²を読むと、植田氏の反対理由は軟調な株式市場動向と、足元の景気回復の持続性において不安があるため、利上げを決断せずに待つことのコストは非常に小さいというものであって、「皆さんに説得されれば変わることは吝かではないと思う」といった言葉で締めくくられており、中原氏が明確な反対理由を挙げながら「積極的な反対」を行ったのとは大きな違いがある。当時の政府は日銀執行部のゼロ金利政策解除の提案に対して議決延期請求権を行使し、ゼロ金利政策解除の議決を延期することを要望したが、政府からの議決延期の求め³に政策委員で賛成したのは中原氏のみであった。議事録を確認する限り、なぜ植田氏が議決延期の求めに賛成しなかったのか、その理由はわからない。さらに筆者にとって疑問なのが、ゼロ金利解除を決定した1か月後の9月14日の決定会合⁴で、植田氏は大きな経済情勢の変化がなかったにもかかわらず前月の自分の意見を自ら覆してゼロ金利解除の執行部案に賛成していることだ。今後日銀は経済・物価動向に関して重要な判断に直面する可能性が高いと筆者は考える。こうした判断を下すにあたり、総裁は、経済・物価状況を虚心坦懐に見極め、確固たる信念の下で誤りのない決断を行う必要がある。植田氏は果たして正しい判断を下すことができるのだろうか？

もちろん20数年前の話であるから心配ないという意見もあるのかもしれない。だが2022年7月の日経経済教室の論説(『日本、拙速な引き締め避けよ 物価上昇局面の金融政策』)を読むと、拙速な引き締めを避け、持続的な2%のインフレ率を目指す理由に対する植田氏の答えは、2%の物価上昇率を実現できれば政策金利を高めることができるので、景気が悪化した際に利下げという形で金融緩和余地が生まれるというものである。2%の物価安定目標を実現すれば、政策金利を含む名目金利が上昇するのはその通りだが、だからといって名目金利を上げるために2%の物価安定目標を達成・維持すべく日銀は金融政策を行っているのではない。これはデフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、そのための金融政策の目標として2%の物価安定目標を設定したという現執行部の理解とは大きく異なる。また植田氏は、現在の異例の金融緩和(イールドカーブコントロール)は微調整に向かない枠組みである点に留意が必要だとし、異例の金融緩和枠組みの今後については真剣な検討が必要だろう、とも述べている。この発言を念頭に置くと、2022年12月、2023年1月の決定会合で決まった10年債金利の変動幅拡大や、共担オペの適用拡大といった手段により金融緩和を維持しつつイールドカーブをなだらかにするという微調整に関して植田氏は否定的に捉えていると考えられる。また、金融緩和枠組みの変更を見据え、政策の点検を早い段階で検討しようと考えている可能性があることも容易に予想される。原田泰元審議委員の回顧録(『デフレと闘う』)では、2016年9月のカナダ銀行・日銀共済ワークショップ終了後のパーティで、植田氏が「長期金利の0%へのペッグがハイパーインフレを引き起こす。金融機関経営が厳しくなり、金融仲介機能を壊して経済を悪化させる」と述べたことが紹介されている。ここで引用されている植田氏の主張はいずれも誤りであるし、事実として植田氏が指摘したような事象は現状生じていないが、こうした話からは現在の金融緩和政策について少なくとも積極的に賛成ではないことは明らかであろう。

岩田規久男元副総裁の回顧録(『日銀日記』)を読むと、黒田総裁が行った量的・質的金融緩和策に白川前総裁下で選ばれた審議委員がなぜ簡単に賛成に回ったのか、その理由として、次の2点——白川前総裁の意見に日銀の人々が完全に同調していたわけではなかったこと、白川前体制下の政策を続けていてもデフレ脱却はできず、より積極的な金融緩和策の必要性を審議委員自身が感じていたこと——が指摘されている。日銀の人々が黒田総裁の考え方に完全に同調しているか否かを筆者自身が知る術はないが、メディアで紹介される「日銀幹部」の発言を念頭に置けば、完全に同調していない可能性も相応にあるだろう。そして6名の審議委員のうち、足元の物価上昇率の高まりの中でそろそろ政策変更を進めるべきと考え、新執行部の提案次第で政策変更賛成したいと考える審議委員も一定数いるのではないかと感じる。こうした状況において新たな総裁の考え方は非常に重要である。中央銀行の金融政策は雇用や所得といった国民の生活に直結している。今後、植田氏がどのような考えを示していくのか注目していきたい所だ。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

*1: 磯崎官房副長官は2月6日午前の記者会見で、政府が両宮正佳副総裁に日銀総裁の就任を打診したと一部報道について、「そのような事実はない」と述べた。また、岸田首相は「某紙に記事が載っていた。それぞれ観測気球を上げられているのではないかと想像しているが、それについて何か申し上げることはしない。私自身しっかりと検討を続けていきたい」とコメントした。

*2: https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2000/gjr000811a.pdf

*3: 黒田総裁は当時財務官であったが、ゼロ金利解除に際して「ここで何もしない(筆者注: 議決延期権を請求しない)のは、歴史的に見たら、日銀と同罪だ」と主張したとのことである(軽部謙介『ドキュメントゼロ金利』参照)。消極的反対に回った植田氏とは異なるスタンスだと言えよう。

*4: https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2000/gjr000914a.pdf

先週(2月6日(月)～2月10日(金))の振り返り

先週の出来事を振り返ろう。まずは日本についてである。家計調査、景気動向指数、国際収支統計、企業物価指数についてはDaily Macro Economic Insightsでまとめているので詳細はそちらをご覧ください。

概要について述べると、家計調査(2022年12月)は実質消費支出が前年比-1.3%、前月比では-2.1%、名目消費支出が前年比+3.4%、前月比で-1.3%と11月に続き実質消費の減少が加速した。総務省による、SNAベースの家計最終支出に相当する12月の消費支出総額(CTIマクロ)は104.3(2020年=100)となり、11月から1.8%減少した。7-9月期対比でみて10-12月は1%増となる。緩やかな増加基調は維持されている。景気動向指数(2022年12月速報)についてみると、12月のCI速報値(2015年=100)は先行指数97.2、一致指数98.9、遅行指数98.9となった。先行指数は11月から0.5ポイント下降して2か月連続の下降、一致指数は11月から0.4ポイント下降して4か月連続の下降、遅行指数は11月から0.9ポイント下降して5か月ぶりの下降となった。内閣府は機械的な景気判断を「改善」から「足踏み」へと下方修正した。12月の経常収支(季節調整済値、以下同)は、1兆1,821億円のプラスとなり、前月から7,364億円の減少となった。経常収支の減少要因となったのは第一次所得収支で、12月は前月よりも5,506億円減少して+3兆2,662億円となった。これは前月の同収支のプラス幅が大きかった反動減であり、同収支の配当収益増加傾向に大きな変化はないと考えられる。企業物価指数については、国内企業物価指数が前月比0.0%(前年比+9.5%)、輸出物価指数は、契約通貨ベースで前月比0.1%、円ベースで同-1.9%(前年比+9.0%)、輸入物価指数は、契約通貨ベースで前月比-1.2%、円ベースで同-3.9%(前年比+17.8%)となった。国内企業物価指数の頭打ちが鮮明となっている。

米国の貿易収支(2022年12月)は前月比10.5%増の-674億ドルとなった。輸入が回復した一方で輸出が一段と減少したことでマイナス幅が拡大した。ミシガン大学消費者信頼感指数(2月)は株価上昇と堅調な労働市場を反映して72.6、1年先の期待インフレ率は4.2%と共に1月から増加した。ユーロ圏小売売上高は前月比2.7%減となった。1月の中国生産者物価指数はエネルギー価格下落の影響もあって前年比-0.8%となったが、消費者物価指数は総合で同+2.1%、食料・エネルギーを除くベースでも同+1.0%と伸びが加速。ゼロコロナ政策の事実上の撤廃を受けて需要が拡大したことが影響している。

今週(2月13日(月)～2月17日(金))のポイント

図表に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では14日(火)に日銀総裁・副総裁同意人事が政府から提出される見込みである。併せてGDP統計(2022年10-12月期速報値)も公表される。15日(水)に第3次産業活動指数、16日(木)に機械受注と貿易統計が公表される。この2つについてはDaily Macro Economic Insightsでまとめる予定である。

米国については14日(火)に公表される消費者物価指数、15日(水)の小売売上高が注目される。ユーロ圏は15日(水)の鉱工業生産指数の動きが注目だろう。

図表: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
2/13 (月)			
2/14 (火)	<ul style="list-style-type: none"> 日銀総裁・副総裁同意人事 GDP(2022年10-12月期速報) 	<ul style="list-style-type: none"> 消費者物価指数(1月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏GDP(改定値)
2/15 (水)	<ul style="list-style-type: none"> 第3次産業活動指数(12月) 	<ul style="list-style-type: none"> 小売売上高(1月) 	<ul style="list-style-type: none"> ユーロ圏鉱工業生産指数(12月)
2/16 (木)	<ul style="list-style-type: none"> 機械受注(12月) 貿易統計(1月) 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅着工件数(1月) 生産者物価指数(1月) 	
2/17 (金)			

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.