

2019/07/25 07:25

## ◎【円債投資ガイド】総裁人事が映し出す金融政策運営事情＝日本総研・河村氏（25日）

河村小百合・日本総合研究所主席研究員＝去る6月の20カ国・地域首脳会議（G20大阪サミット）時に行われた協議等を経て、欧州中央銀行（ECB）の次期総裁が、国際通貨基金（IMF）専務理事のラガルド氏に決まった。昨年2月に就任したパウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長に続き、エコノミストではないトップが誕生する。その背景にはさまざまな政治的な思惑があるようだ。

実はその少し前の本年4月、英国のハモンド財務相は、来年1月で退任するイングランド銀行（中銀、BOE）のカーニー総裁の後任候補の選定作業に着手したことを明らかにした。民間のコンサルタント会社経由での公募が行われているもようで、6月24日付のフィナンシャル・タイムズによれば、これまで約30人から応募があったと報じられている。報道ベースで次期総裁の下馬評に挙がっているのは、英国のアンドリュー・ベイリー金融管理庁（FCA）長官や、ラグラム・ラジャン・シカゴ大学教授（前インド中銀総裁、元IMFチーフエコノミスト）、本年5月に再任されたベン・ブロードベントBOE副総裁（金融政策担当）らだ。辞任前のメイ首相が次期BOE総裁への女性の応募を望む発言を議会で行ったこともあって、スペインの金融大手サンタンデルの英国法人のシュリティ・バデラ会長や、ネマト・シャフィク元BOE副総裁といった女性候補の名前も挙がっていた。

英国の場合、このようにして、自国内のみならず世界に目を広げ、BOE総裁の後任人事の話ができるのも、同国において、中銀が有する金融政策運営の“手段の独立性”を担保する枠組みの下、国民に対する透明性が確保された形でBOEがこれまで政府との間で協議を重ね、持続可能な金融政策運営を行っているからこそだろう。リーマン・ショック後の2009年春の量的緩和に着手した時点での、資産買い入れファシリティ（APF）という別勘定を用いるというスキームの設計しかり、将来的にいざ正常化となった局面で発生することが必至の損失を政府が責任をもって補償するという考え方がしかりだ。その後、ブレグジット（英国の欧州連合離脱）絡みの動きもあって、BOEの正常化に向けた動きは遅れているが、そうした中で英財務省とBOEとの財務関係の在り方についての彼らの考え方は、昨年7月11日付の本欄の拙稿（「BOEと英財務省の覚書」）で述べた通りだ。

金融危機後に他の主要中銀と同様、“非伝統的な手段”による金融政策運営に踏み切ったBOEについては、先行きをしっかりと見据えた政策運営の土台がこのようにしっかりと形成されている。英国内では10年5月の労働党から保守党・自民党連合への政権交代（15年5月からは保守党単独政権）を経ても、その時々政府側とBOE側との間で取り決めた方針が粛々と受け継がれ、BOEの金融政策運営が政争の具とされることは決してなかった。だからこそ、BOEは先々の金融政策運営を機動的に行う上で過度な負担を負わされず、足かせをはめられるたりすることもないゆえに、次期中銀総裁も広く公募が可能になるのだろう。

英国の場合、他の主要国との比較で見れば、確かに政府と中銀との距離は近い関係にあり、一見するとわが国の状況に通じる面があるのではないかと想像する向きが少なくないかもしれない。しかしながら、これまでの政府側とBOEとの間で透明性を確保する形で行われているやりとりや実際の金融政策運営をみる限り、政府が財政ファイナンス含みでの国債買い入れをBOE側に促すようなことは一切行われていない。その意味では近年のわが国における政府と日銀との関係とは大きく異なっている。

この点は、英政府によるBOE幹部の人事運営にもよく表れている。キング前BOE総裁は、12年秋以降も、量的緩和の追加実施にこだわり、13年入り後の金融政策委員会（MPC）において、同総裁らの執行部が国債買い入れ上限の引き上げの提案をたびたび行いながら、実に5回連続で外部委員らの反対多数で否決される憂き目に遭った。そしてキャメロン政権下にあった13年7月、オズボーン財務相は、このキング前総裁を再任することはなく、代わりにカナダ中銀総裁だったカーニー氏を次期BOE総裁に指名した。また続く14年7月には、オズボーン財務相は11年6月からMPCの外部委員に起用されていたベン・ブロードベント氏を、BOE副総裁に昇格させている。同氏は民間エコノミスト（ゴールドマン・サックス）出身で、キング前総裁時代の末期に追加緩和反対に回り、執行部提案を否決に追い込んだ外部委員の一人であった。英国の場合、現在のわが国とは対照的に、中央銀行であるBOEに金融政策運営を任せる上での政府の人事運営の基本的なスタンスは極めて慎重なものであり、その人選は、BOEの将来を見越した金融政策運営に生かされているといえるだろう。

さはさりながら、ブレグジット問題をめぐって現在、政局が大揺れの英国では、本稿執筆時点（7月24日）時点では、EUからの離脱強硬派のジョンソン氏が本日中にも首相に就任し、ハモンド財務相は辞任すると見込まれている。BOE総裁人事も、次期保守党政権の手に委ねられることになり、ちまたではジョンソン氏のブレインである強硬離脱推進派のエコノミストであるジェラード・リヨンズ氏の名前も候補に挙がっている。他方、ラグラム・ラジャン前インド中銀総裁クラスの大物を連れてこようとすれば、次期IMF専務理事の人事とも絡むことにならざるを得ない。BOE次期総裁人事において、英国が今後の金融政策運営をどのような人物に託すのか、その判断が注目される。

これに対してわが国の状況を見ると、日銀がこれまでの「量的・質的金融緩和」による買い入れを通じて抱え込んだ資産の規模はすでに名目GDP（国内総生産）比で100%超と、他の主要中銀対比で極端に大きい。同時に、日銀が買い入れた資産の収益性（国債に付されているクーポンの水準等）は極端に低く、いざ、出口局面となれば、日銀が他の主要中銀とは比較にならない大規模な損失を、長期間にわたって計上せざるを得なくなるのは不可避とみられる。にもかかわらず、日銀は量的・質的金融緩和に着手した13年4月から一貫して、自らの財務運営の先行きの見通しに関する議論からは口を閉ざし、逃げ続けている。本来、日銀を支えるべき立場にあるはずの政府サイドも同様だ。こうしたわが国の当局者らの姿勢は、量的緩和の実施過程から、自国民や市場関係者に対して、先行きの金利シナリオに応じた出口局面での自らの財務運営の試算結果等を誠実に示しつつ、そうした不測の事態を避ける金融政策運営を行ってきたBOEや米連邦準備制度（Fed）とは極めて対照的だ。

日銀が量的・質的金融緩和に踏み切った13年当初、海外の当局者や名だたるエコノミストからは黒田総裁の“勇気”を称賛する声がかかれていたが、最近ではそれもさっぱり聞かれなくなった。日銀がこれほど大規模な資産買い入れに踏み切る以上、いずれ何らかの形で正常化に転ずる心積もりがあるものと彼らはきっと思っていただろう。筆者もそうだ。しかしながら、その後6年間にわたって行われてきた日銀の金融政策運営は決してそのようなものではなかった。

こうした説明責任を欠いた政策運営が行われ続けているこの国では、BOEで今、進められているように、広く海外出身者も視野に入れて、中銀総裁人事を検討することなど不可能だろう。中銀がこれほど大きなリスクを抱え込み、それに対して政府の側もどのように責任を分担するのか、一切議論もできていない国の中銀の金融政策運営、いわば“火中の栗”を、名だたるセントラル・バンカーや国際金融のプロが引き受けるとは到底思えないからだ。

日銀の現執行部の残りの任期はあと3年半強だ。日銀の財務運営が持続不可能であることが露呈して、日本経済が深刻なダメージを受けるような事態をかりそめにも迎えることがないよう、日銀は目先の緩和競争にいかにくみするかではなく、わが国にとっての真の課題である、中長期的な金融政策運営の持続可能性をいかに確保するかを見据えて、政策運営を展開していくことこそが求められている。(了)

[/20190725NNN0028]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved