



市川レポート

植田日銀総裁候補の金融政策スタンスについて考える

- 植田氏は1999年に時間軸政策を推し、2000年のゼロ金利解除はもう少し待ちたいとして反対。
- 2005年の著書や最近の寄稿では緩和の副作用に目配りしつつも拙速な引き締め回避を提言。
- 植田氏新総裁ならYCC形骸化とマイナス金利継続の可能性も、まずは24日の所信聴取に注目。

植田氏は1999年に時間軸政策を推し、2000年のゼロ金利解除はもう少し待ちたいとして反対

今回のレポートでは、日銀の次期総裁候補となった植田和男氏の金融政策スタンスについて、過去の発言や著書、寄稿などから探ります。植田氏は1998年4月から2005年4月までの7年間、日銀審議委員を務めました。日銀は1999年2月にゼロ金利政策の導入を決定し、同年4月には時間軸政策の採用を表明しましたが、当時の金融政策決定会合議事録をみると、植田氏が時間軸政策を積極的に推していたことがわかります（図表1）。

また、日銀は2000年8月にゼロ金利政策の解除を決定しましたが、植田氏はこの時、反対票を投じました。植田氏の見解は、やはり当時の金融政策決定会合議事録で確認することができ、「景気が底を打って反転に向かい、その持続性についてある程度の自信が持てれば、景気上昇に合わせて金融政策を微調整するという意味で利上げを始めることが正しい方法かと思う」と述べ、ゼロ金利政策の継続を主張しました。

【図表1：日銀審議委員当時の植田氏の主な発言】

年月日	植田氏の主な発言
1999年 3月25日	「現在のオーバーナイトほぼゼロという政策へのコミットメントの度合いを今少し強く市場に対して発表するという行き方はあるかと思う。」 「景気が本格的に立ち直るまではこれを続けるという方向感のメッセージで、市場にとって若干驚きがあるようなものを何か入れられるかどうかは検討に値する。」
1999年 4月9日	「何らかの形でオーバーナイトゼロの政策に強いコミットメントを持っていることをマーケット等に表明することには私も共感を覚える。」 「月報の中でデフレリスクがなくなったか、持続的経済成長のパスに乗り始めたという見方が示されるまでは続けると表明すれば、非常に強いコミットメントになると思う。あるいは、総裁の記者会見等で表明して頂くという手もある。」
2000年 8月11日	（ゼロ金利解除に反対した理由） 「株式市場の動向等についてももう少し見極めても宜しいのではないかという点である。」 「適正な金利は漸くゼロに達したかどうかという辺りであるので、もう少しはつきりプラスになるまで待つことにある程度の魅力を感じているという点である。」

(注) 金融政策決定会合議事録に記載された主な発言
(出所) 日銀の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：植田氏の寄稿の主なポイント】

年月日	主なポイント
2018年 8月20日	「長期化する異例の緩和の副作用も目立ってきている。」 「債券市場の価格発見機能は大きく低下するとともに、利ざやの薄くなった銀行、運用対象が限定的となった機関投資家などによる金融仲介機能には無視できない負の影響が及んでいる。」 「この状況下で日銀が当面採りうる選択肢は、副作用に目配りしつつ、粘り強く現行の緩和策を続け、物価の上昇を待つことしかないだろう。」
2022年 7月6日	「インフレ率の一時的な2%超えで金利引き上げを急ぐことは、経済やインフレ率にマイナスの影響を及ぼし、中長期的に十分な幅の金利引き上げを実現するという目標の実現を阻害する。」 「現在の異例の金融緩和が微調整に向かない枠組みになっている点にも留意が必要だ。」 「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だろう。」

(注) 日本経済新聞「経済教室」への寄稿における主なポイント。
(出所) 日本経済新聞社の記事を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

2005年の著書や最近の寄稿では緩和の副作用に目配りしつつも拙速な引き締め回避を提言

植田氏は日銀審議委員退任後に執筆した著書「ゼロ金利との戦い」（日本経済新聞出版社、2005年12月）で、時間軸政策を解説し、「より長めの金利に低下圧力を及ぼす」効果を示しています。また、いわゆる出口戦略について、「経済がある程度プラスの金利に耐えられるような力をつけたと判断できて初めて出口を出る」とになり、「量の削減に着手してから比較的速やかに、はっきりとプラスの金利に持っていくのが自然」と述べています。

2018年8月の日本経済新聞「経済教室」への寄稿では（図表2）、長期化する異次元緩和の副作用を指摘し、それに「目配りしつつ、粘り強く現行の緩和策を続け、物価の上昇を待つこと」を提言しました。また同じく2022年7月の寄稿では、現行の異次元緩和は「微調整に向かない枠組み」であり、一時的なインフレ率の上昇で「政策を正常化方向へ微修正すると」、「経済やインフレ率にマイナスの影響」を及ぼすと指摘しました。

植田氏新総裁ならYCC形骸化とマイナス金利継続の可能性も、まずは24日の所信聴取に注目

以上を踏まえると、植田氏の金融政策スタンスは、①時間軸政策（現在フォワードガイダンスという呼称が一般的）を重視、②拙速な利上げには慎重、③異次元緩和の副作用を認識しつつも粘り強い緩和が必要、と推測されます。なお、弊社はイールドカーブ・コントロール（YCC）は4月にも許容変動幅が再拡大され（上下0.5%程度から1%程度への拡大で事実上形骸化）、マイナス金利政策はしばらく維持されるとみています。

仮に植田氏が次期総裁に就任した場合、この可能性は高まるのではないかと考えています。衆議院は今週24日、議院運営委員会が午前に植田氏、午後次期副総裁候補の氷見野良三前金融庁長官と内田真一日銀理事から所信を聴取し、与野党が質疑を行います。3名から市場のサプライズとなるような発言はないと思われますが、金融政策についてそれぞれの基本的な考え方を理解する上で、重要な機会となります。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会