

## 黒田発言の真意を読む

発表日：2018年3月6日（火）

～ 出口戦略への言及～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

黒田総裁は、国会での所信表明の場で、2019年度の出口の議論開始に言及した。あえて2期目の所信を問われたときに出口について語っている理由は、自分が再任されるのならば出口戦略に着手することを認めてほしいと言いたいのだろう。まだはもう、もうはまだという調子で市場に自然な長期金利上昇のタイミングを考えてほしいと伝えたいのだろう。

### カメレオン作戦

3月2日の衆議院運営委員会での所信表明で、黒田東彦総裁は「2019年度頃には2%程度に達するとみている。当然のことながら出口をそのころ議論することは間違いと思う」と述べた。同時に、「2018年度に出口の具体的な議論を探るとは考えていない」とも付け加えている。2期目の所信を問われて、出口に言及したことは、自分が再任されるのならば出口戦略に着手することを認めてほしいというメッセージに聞こえる。この発言は、超低金利を続けてほしいと考えている側からみると、2018年度中は出口に着手しないというコメントが重視され、反対に出口を急いでほしいと考える側からはいよいよ出口かと思わせる。両論併記でどちらとも取れるカメレオンの発言である。

では、実際はいつ位から出口戦略を実行していきそうなのだろうか。今、出口に敢えて言及するのは、その思惑を市場に織り込ませておきたいという考えからだろう。市場が出口戦略について十分に織り込んだ後、長期金利ターゲットを0%程度から上方向に動かすことで、事後的な金利の跳ね上がりを回避する。

具体的には、0%のターゲットを動かすよりもずっと前から長期金利の上昇を容認していくはずである。2019年度に入って長期金利のターゲットを0.2~0.3%へと引き上げるならば、その前の2018年度中に金利の変動幅をフレキシブルに動かすような操作を試すとみられる。

すでに、長期国債の年間80兆円の購入は有名無実化している。同じように、0%ターゲットも金利変動幅を広げることでその縛りを緩めていくことだろう。金利変動幅を広く取ることは、金利上昇を抑えるための長期国債の買入れ額を相対的に少なく済ませることになる。

手順として、①長期金利上昇の金利変動幅の容認、②長期金利ターゲットの引き上げ、③新しい金利変動幅を定めてコントロールする、という形になりそうだ。②のターゲットの引き上げが2019年度だとしても、①の長期金利上昇は2018年度中にあってもおかしくはない。

### 物価見通しはまだ高いハードル

鍵を握るのは、消費者物価の伸び率である。2018年1月のコアCPIは前年比0.9%であった。これが前年比1.4%に近づくと、日銀の見通しの2018年度1.4%（中央値）が実現する公算が高まる。すると次は2019年度2%という日銀の見立てに沿っているという見方が成り立つ。

一方、コアCPIが1.4%というハードルはそれほど低くない。原油次第と言える。目下、株価乱高下に伴って原油上昇も足踏みしている。原油上昇によってコアCPIが大きく嵩上げされるとは考えにくくなっている。

また、黒田発言で2019年度頃に出口と言っている、やはりCPI2%の見通しが後ずれすると出口戦略は先送りされる。2019年度は、消費税率の引上げが控えていて、その駆け込み需要が物価上昇圧力となるだろう。2019年10月の増税を前に、2019年7~9月が、より物価上昇が進むタイミングとなろう。10月を過ぎると反動減が訪れる。そこには財政出動が予想される。2020年8月の東京五輪を前に、2020年1~3月、4~6

月と安定的に2%近くへの物価上昇のパスを描けるだろうか。

マイナス金利の解除、日銀保有株の売却まで進むのは、一連の手順ではまだまだ先と考えられる。2019年度に長期金利ターゲットを動かしたとしても、正常化には相当の期間を要する。まだ日銀が出口に近づいたとは到底言えない。

### 市場との対話の開始

黒田総裁は、出口戦略における金利上昇リスクに対して、事前にある程度の金利上昇を容認することで、ガス抜きをしておきたいという意図があると考えられる。日本の長期金利は、米欧の長期金利が上がる中で、上昇ペースは極めて鈍い。買入れオペを減額するような牽制を加えることもあった。出口への言及は、金利変動が鈍いのみをみて、金利上昇リスクを今から織り込ませておく方がよいという判断もあったのだろう。

2018年度ではなく、2019年度には出口が意識されると強調したことは、建前に沿った発言のようにみせて、実は長期金利がどの位出口を織り込んでいるかを試したと勘ぐることもできる。黒田総裁は、もう少し米金利上昇に反応して、日本の長期金利が上昇していてもよいはずという感覚があったと思う。

2期目を迎える黒田総裁にとって、長期金利のコントロールは最大の課題である。できるならば、口先介入で長期金利上昇を極力抑え込みたいと考えるだろう。コアCPIや米金利の変動に連動して、長期金利が緩やかに上昇していき、黒田総裁の口先介入やオペの作用で金利上昇が抑制される。そうした効果を意識しながら、2018年は黒田総裁は徐々に停止していた市場との対話を復活させていく考えだと思われる。