

9月決定会合の変化点

発表日：2017年9月21日（木）

～リフレVSリフレ、新しい異分子の出現～

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

9月の会合は、必ずしも無風ではなかったようだ。今回から新しくメンバーに加わった片岡剛士審議委員が初回から反対意見をぶつけている。イールドカーブ・コントロールに反対する片岡委員はこの先どのような対案を執行部に示していくのか。期待インフレ率を高めるアピールについても、片岡委員はちやぶ台返しをやっている。

片岡委員の反論

9月20・21日の決定会合は現状維持だった。変化点は執行部の提案に反対票を投じる人物が登場したことである。それは今回の会合から参加した片岡剛士審議委員である。

従来からリフレ派を代表してきた片岡委員が、同じリフレ派の黒田総裁らを批判するのは不思議に思える。伝統的リフレ派からみれば、イールドカーブ・コントロールはリフレ政策ではないと思えるのだろうか。

まず、公表されている発表文から片岡氏の意見を抜き出してみたい。

▼ イールドカーブ・コントロールに反対する理由

⇒⇒資本・労働市場に過大な供給余力が残存しているため、現在のイールドカーブのもとでの金融緩和効果は、2019年度頃に2%の物価上昇率を達成するには不十分である。

▼ 消費者物価は、2%に向けて上昇率を高めていくとの説明への反対

⇒⇒物価の前年比は、原油や為替の影響により当面上昇すると見込まれるものの、来年（2018年）以降、2%に向けて上昇率を高めていく可能性は現時点では低い。

以上の内容から察すると、長短金利を引き下げる効果を通じて実体経済に好影響を及ぼすという経路ではあまり物価上昇を促すことを期待できないと片岡委員は言っているのだろう。また、執行部をはじめとするメンバーに対して、このままでは2%の物価上昇は実現できないと批判しているのは、日銀で議論を詰めてきた人々からは、ちやぶ台返しをしたようにみえる。なぜならば、今の日銀は、人々にそのうち2%の物価上昇が起こると予想されるという前向きなメッセージを我慢強く送り続けることで、いつかその期待形成が定着してくれると信じている。そのため、長いスパンで長期金利を0%に釘付けにして、日米金利差が十分に拡大するのを待っている。現在、米長期金利はやや反転を始めたようにも見える。ドル円レートも1ドル112円台をつけて、このところのレンジの中では、最も円安が進んだ状態である。筆者からすれば、黒田総裁はまた運よくFRBの政策を追い風に変えたな、とうなっていたところだ。しかし、片岡委員の目から見れば、全然不十分ではないかと映ったのだろう。

片岡委員が、従来の日銀執行部の発想と異なっているのは、「日銀が2%の物価上昇になると言えば、それが期待インフレ率を上げて本当に物価上昇を実現する」という期待形成の経路を否定してみせたところである。一見すると、期待形成の効果を用いずに物価を2%に持ち上げようという片岡委員は、別にどんな対案をもっているのかと疑問を抱いてしまう。

リフレVSリフレ

筆者の想像では、片岡委員はもっと大胆にマネタリーベースの量を増やしていく主張なのだろう。政策の経路として、マネタリーベースの拡大があつて、期待インフレ率が上がる。マネタリーベースの増やし方が、イールドカーブ・コントロールだけでは十分ではないと言いたいのだろう。マネタリーベースを拡大させるのな

らば、長期国債の購入にこだわる必要はない。銀行などが保有する資産を幅広く買えばよい。つまり、内外金利差や円安といった指標の変化を介さなくても、物価が上がるという古典的リフレの発想なのかもしれない。実は、今まで政策委員の中でリフレの原理に忠実なのは、岩田副総裁と原田委員とみられてきた。原理的という意味で左派と言えば、もっと原理的な片岡委員は、極端な左派かもしれない。円安にならなくても、日銀が資産を買い続ければ期待インフレ率がジャンプするという発想は、実務に近い人物からは出てこない考え方である。シムズ理論もそうだが、経済が発散経路に向かうイメージを人為的に作り出すことで期待を変化させようというアイデアは、実務家はリスクプレミアムの発生を恐れるから実行しようとしないのである。今後10月末の展望レポートが試金石になって、徐々に政策委員会内のリフレのポジションが明らかになっていくだろう。

反対派の効用

議論のメンバーがオール与党化することは好ましいことではない。メンバーがオール与党化するとき、その組織は外部からのショックに対して打たれ弱くなるからである。これまでの日銀は、木内・佐藤委員がいて、オール与党ではなかった。彼らの存在が、イールドカーブ・コントロールの枠組みを鍛えていたという見方もできる。

今回、片岡委員の参加は、木内委員とは立場が180度異なるものの、やはり執行部の提案を鍛えていく効用がある。思想や発想がまるで違った人物が異論をぶつけることで、イールドカーブ・コントロールなど金融政策ツールはより明確に説明責任を果たさなくてはいけなくなっている。

さらに、2018年になれば執行部のメンバーが交代する可能性もある。ボードメンバーに常に異分子がいることで、執行部は気を緩めることができない。これは、常に臨戦体制で金融緩和の効果を点検する好ましいプレッシャーにもなるだろう。

金融正常化に遅れる日銀

F R Bは、日銀会合の前夜にバランスシートの圧縮方針を決定した。一方で利上げは12月に延期して注意深くブレーキとアクセルを使い分けて、金融政策の正常化を目指そうとしている。

こうしたF R Bのスタンスが米長期金利を上昇させて、円安を促しているのをみると、筆者はつくづく黒田総裁はラッキーだと感じる。ただ、このまま円安を歓迎する日銀の思惑通りにマーケットが動くとは思えない。F R Bの今後の利上げ、衆議院選挙、クリスマス商戦と、為替を動かすイベントがいくつも年内に控えている。

今回、新しいメンバーを加えて政策委員会が議論の裾野を広げていくことは、先々、欧米中央銀行が正常化にアクセルを吹かせる中で、日銀が出口政策を構想しやすい気運へと向かっていくことだろう。