BOJ Watching

経済関連レポート

黒田総裁の２期目

～新しい課題～

発表日：2018年4月9日（月）

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

４月９日に黒田総裁の２期目がスタートした。次なる課題は出口戦略への着手である。もっとも、トランプ大統領の保護主義は、先行き不透明感をつくり、足元の景気指標も足踏みのものが散見されるようになった。出口戦略に対して、どう臨むべきかを考えてみたい。

何といっても出口戦略

４月９日に黒田東彦総裁の２期目がスタートする。安倍首相の政策を支えるアベクロ体制は、もう数年間続く見通しである。

仮に、黒田体制が任期の５年間にかけてずっとマイナス金利を継続するならば、銀行などの収益体質は甚だしく弱体化すると予想される。金融システムが脆弱になり、1990 年代後半のような金融不安が再現されるのではないかという懸念がある。これが、超金融緩和の副作用論である。

もうひとつ、財政との関係で、超金融緩和が財政再建をかえって遅らせたのではないかという批判もある。すでに、安倍政権は、消費税率の引き上げを２度も延期している。2020 年度だった基礎的財政収支の黒字化の目標は、先送りされている。その上、安倍政権は毎年のように補正予算を組んで、財政赤字を増やし続けている。そうした規律の低下は、日銀の国債買い入れなどの安心感が逆に呼び水になっていると言われている。

この２つが理由になって、あと５年以内、2023 年までのどこかで日銀は出口戦略に着手すると、筆者を含めて多くの金融関係者がみるようになっている。出口戦略は、２期目の黒田総裁の最優先課題なのである。

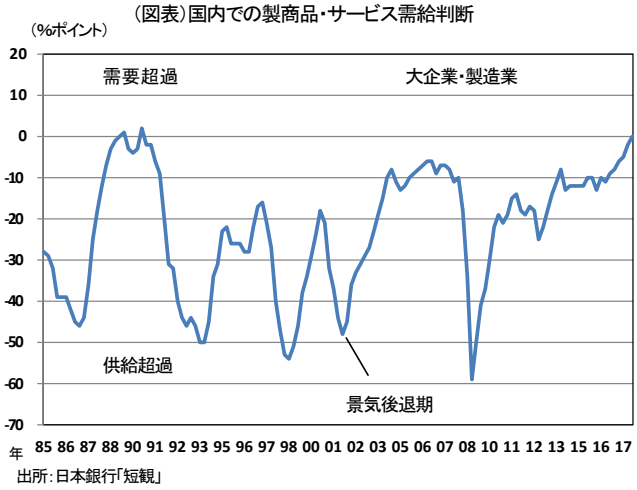
２％の縛りをどうするか

一方で、多くの人が出口戦略への着手は難しいと考えている。それは物価２％の達成が相当に高いハードルだからだ。

現在のコアＣＰＩがやっと前年比１％である。あと＋１％ポイントの距離はまだ遠い。経済環境をみると、企業部門のデフレ状態はほぼ解消しているが、高齢化が進んだ消費分野ではディマインドプル・インフレは起こりそうもない。今後、企業部門のインフレが一段と進んでその影響力がコアＣＰＩを２％に引っ張り上げるしか、シナリオは描けない。

現在の需給バランスをみると、短観の大企業・製造業では、国内需給判断ＤＩが０、「供給超過」でも「需要超過」でもない状態まで改善している（図表）。

（図表）国内での製商品・サービス需給判断



出所：日本銀行「短観」

だから、このまま改善が進んでいくだろうという見通しも成り立つが、エコノミストの視点として異なる見方もできる。すなわち、需給改善の天井は経験則に基づくと、もう間近に景気後退が迫っているという見方になる。

過去、日銀はデフレ期間に２度緩和解除を試みたことがある。2000 年８月、2006 年３月の２度である。この２度は、勇み足だったとか、時期尚早と批判される。もう少し待ってから緩和解除すべきだったという批判である。

本当にそうした見方は正しいのか。図表をみる

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

と、需給判断ＤＩが０に近づくと、やはり天井に近く、しばらくして景気後退へ転じている。常識的に考えて、景気後退期に近いところで、引き締めをすると失敗しやすい。2000 年と 2006 年の運営が批判されるべき点は、緩和解除が早すぎたということではなく、解除が遅すぎて景気後退期の近くでそれを実行したことであろう。

また、筆者には、解除を先送りして、ほとんど効果がないにもかかわらず、解除をことさらに甚大な影響を与えたと批判するのもおかしいと考える。正しい政策は、景気に悪影響を与えないように、少しずつ超緩和体制を見直していくことだ。それも、景気拡大が成熟化してしまう手前から着手することが適切である。

そう考えると、物価２％を待って、出口戦略を起動させるのではなく、物価１％くらいから、少しずつ着手する方がよい。

今は出口着手のときなのか？

日銀が 2016 年９月にイールドカーブ・コントロールに体制を切り替えたことは、見方によっては、早めに量的緩和から足抜けする運営へとシフトしたとみることができる。２％物価上昇の遥か手前から、悪影響のない範囲で、量のパラダイムを曖昧にした。

問題は、次なるアクションである。黒田総裁は、２期目に入ってさらなるコアＣＰＩの上昇を待っている。一応、黒田総裁は 2019 年度頃に２％達成を見込んでいる。この点、筆者はまだ懐疑的である。春闘の賃上げ率は、事前に期待していたよりもプラス幅は小さい。トランプ政権の保護主義は、いよいよ前のめりである。

ファンダメンタルズも、少し踊り場かもしれないと思わせてきた。米ＩＳＭ指数は高原状態から少し悪化がみられる。中国のＰＭＩ（国家統計局版）も、少し足踏みとなっている。日銀短観も大企業・製造業の業況ＤＩが３月は２年ぶりに悪化した。鉱工業生産統計も、１，２月と乱高下している。

これが景気の転換点とみるのは、まだ早すぎるが、要注意であることは間違いない。2019 年度にかけて景気は一本調子ではなさそうだ。仮に、少しずつ出口戦略を明らかにするとしても、日銀は景気後退が近づいているかどうかを再確認して、よいタイミングをみつけて出口に向けたアナウンスをする方がよい。

注目される４月の会合

今回、副総裁が２人交代して、ボードメンバーの顔ぶれが変わった。そうなると、９人の政策委員の中央値の位置も変わる可能性がある。リフレ派とみられる片岡委員に加えて、若田部副総裁、原田委員は解除に消極的であろう。

４月末の決定会合で、彼らが展望レポートの数字をどうみるかは注目である。これまで、黒田総裁は 2019 年度頃に２％に達するとしてきたが、メンバーの交代によってコアＣＰＩの見通しの中央値も動いてしまう可能性はなくはない。黒田総裁は、２％達成を条件にして出口に言及しているので、出口に消極的な 2019 年度頃に２％に達するとしてきたが、メンバーの交代によってコアＣＰＩの見通しの中央値も動いてしまう可能性はなくはない。黒田総裁は、２％達成を条件にして出口に言及しているので、出口に消極的なリフレ系メンバーが 2019 年度の見通しを下方修正してくる可能性である。

もしも、４月の会合から加わった若田部副総裁が、執行部として同調することがなくなったとすると、黒田・雨宮の執行部はリフレ委員以外４人の中から３人を仲間にしなくては、過半数の５人の票を動かせなくなる。こうした政策委員会の重心の変化も、今までに比べて不透明になってきている。出口戦略にタイミングをみて着手する方がよいというのが、筆者の見方だが、肝心の政策委員会のコンセンサスづくりが難航しそうである。

金融政策のハードルはトランプ？

２期目の黒田総裁の前に立ちはだかるのは、トランプ大統領の保護主義である。目下、中国に対して強硬路線を露わにしている。もしも 4 月 17・18 日の日米首脳会談で、日本が同じような要求を突き付けられたならばどうなるだろうか。しばらくは、その不透明感で出口などは口にできないだろう。

さらに、５月には米朝首脳会談を控えている。核廃棄の合意が空中分解すると、それが為替レートを円高に動かして、景気の波乱要素となるだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

現在、黒田総裁は、必ずしも楽観できる立場に置かれているとは言えず、今まで以上に不透明な環境にある。追加緩和の余地はほとんどなく、イールドカーブ・コントロールの下では米経済の好調さに下駄を預けた状態である。中間選挙の 11 月までは不透明、2019 年 10 月の消費税率引き上げの様子を見極めたいと言っていると、また緩和の修正のタイミングを逸してしまうに違いない。２期目は波乱の船出である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。