

日銀は豹変したのか？

発表日：2018年5月9日（水）

～持久戦のフォーメーション～

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

2%の物価上昇率を2019年度頃に達成するというコミットメントを4月27日の会合で廃止した。その理由と背景について、少しこだわって考えてみた。理由は、追加緩和を封じる決定打を決めたからだろう。背景には、今後持久戦を採るための準備がある。若田部副総裁が就任して初めての会合というワンチャンスに賭けた部分もある。

片岡委員は毎回誤解しているのか

4月27日の決定会合では、コアCPI 2%を達成する時期の見通しを言わないことにした。黒田総裁の説明では、「何も変わっていない」、「できるだけ早期に達成すると言っている」と、方針変更したことを問いただす質問を煙に巻く。

長く日銀の政策をウォッチしている者には、「何も変えていない」という説明は、何かを変えたいときの常套句だと感じさせる。こうした説明を日銀がするときこそ、日銀が一体何を換えようとしているのかを見極めなくてははいけないと思う。

まず、展望レポートの年度見通しの下方修正が、達成期限の後ずれと理解されて、追加緩和を予想させることについてである。黒田総裁は、年度見通しは達成期待ではないと強弁する。両者を同一視するのは誤解だとする。

しかし、この誤解は、片岡委員が毎回説明している内容そのものだ。片岡委員は、「達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当」と繰り返している。9人のメンバーの中で、常に1人が誤解を繰り返しているというのは、非常に奇妙だ。マーケットが誤解しているのではなく、政策委員会の8人が片岡委員1人の誤解を説得できずに今までやってきた。だから、そうした解釈を成り立たなくさせるために、期限廃止を4月の会合で決めた。そうした理屈であればクリアである。

誤解ではない正解とは何か

ポイントは、（1）誤解に対して、正しい理解とは何かということと、（2）本当に何も変わっていないと理解してよいかという点だろう。

まず、誤解とは何か。展望レポートの年度見通しは、あくまで見通しであって、目標達成の時期を示したのではない。両者を混同するのが誤解だという。

従来の黒田総裁の説明では、一旦、物価2%に達すると、その後はずっと2%以上の物価上昇率が継続することだった。それを前提に、オーバーシュート・コミットメントがあったのではないかと。

確かに、2019年10月の消費税増税での物価上昇率のアップダウンはあることは日銀も認めていた。そこでは、趨勢的に2%軌道を維持できるから、「2019年度頃」の達成を可能と読み替えていた。

ところが、2020年度の見通しが4月27日の展望レポートで初めて発表されると、前年比1.8%だった（除く消費税要因）。しかも、大勢の見通しは1.5%～1.8%のレンジであった。9名のうち、最低8名は2020年度に平均2%は無理だとみている。これは、明らかに論理矛盾だ。2%の達成時期は、2019年度頃ではなく、2020年度以降になるはずだ。誤解とは、見通しと目標達成の時期は違う言葉であり、同一視をしては困るということである。しかし、目標達成の時期を正しく理解したいと思うと、それはできない。「できるだけ早期に」と「2019年度頃」という説明は同じではないはずだ。実質は、ほとんどの政策委員が少なくとも2019年度までに2%は達成困難であると認めていると読める。それを認めたとき、追加緩和は不要だから見守ってほしい、と言っているように聞こえる。

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。

論理のすり替え

次に、できるだけ早期に達成すると言っているのだから、達成期限が示されなくても何も変わらない、と考えてよいのか。

今までは、2%の物価目標に、人々の予想物価をアンカーすると公言してきた。アンカーとは、くくり付けという日銀の仲間内の用語だろう。日銀が必ず2%を達成すると公言するから、皆がそれを信じて行動するようになると、アンカーされる根拠を唱えてきた。しかし、その日銀でさえ2019年度も、2020年度も2%以上の物価上昇を予想していない。

目標に達しないときに追加緩和して、物価をコントロールすると皆が考えるから、アンカーされるのではいか。未達の状態を放置すると2%にアンカーされることは、まず起こりそうにない。

リフレ理論の物価コントロールの可能性を大きく後退させている。

「何も変わっていない」という点では、むしろ、2016年9月に発表したイールドカーブ・コントロールの体制を言っているのだろう。すでに、脱リフレ理論へと軸足を移している。だから、今回、達成期限をあいまいにしても、イールドカーブ・コントロールの枠組みは何も変わっていません、となる。

期待形成を重視するインフレ・ターゲットを、変更したのは、2016年9月からだ。だから、さらに達成年限を示さなくしても何も変わらない。この考え方は、今までとロジックをすり替えている。

日銀の狙いは何か

結局、日銀がインフレ目標を掲げることで、2%のインフレ率が達成できるというリフレ理論を捨てようとしているというのが筆者の理解である。2016年9月のイールドカーブ・コントロールは、確かにレジームチェンジだったが、その時点では量のパラダイムと両論併記だった。その後、年間80兆円が円形骸化したことは周知の事実である。

つまり、軸足を徐々に金利コントロールの方にシフトしようとして、今回は達成期限を止めた。この理由は、見通しの下振れが追加緩和の口実になる不都合を封じて、金利だけで政策を進めたいと思うからだ。まさしく片岡委員が言っている主張を受け入れない体制を固めようとしているのだ。

若田部副総裁が就任した初回から、そうした新ルールを認めさせることは、若田部氏を入れてリフレ強化を狙っているという思惑を大きく裏切るものだ。仮に、若田部副総裁が就任してから2回目以降に達成期限をなくしていたならば、「なぜ変えるのですか」と反論されたに違いない。初回ならば、これをお願いしますと大勢から頼まれて、若田部副総裁も同意すると読んだ。執行部はそのワンチャンスを逃さなかったということだ。

今後は、イールドカーブ・コントロールを気長に続けて、日米金利差が大きく開くのを待つ。その一点に賭けている。米長期金利が上昇すると、日本の長期金利も上がるが、そのペースは限られる。日本の長期金利を少しずつ上昇させることで出口戦略を明らかにしたときの金利跳ね上げを抑える。要するに、事前のガス抜きをするのである。

過剰に追加緩和の思惑が生じると、ガス抜きはできなくなる。後々、金利上昇の反動をため込む。そうならないための達成年限の廃止なのである。

なお、筆者は、日銀の言行不一致を批判的に述べてきたが、達成年限をなくすこと自体は賛成である。インフレ目標は、そもそも有効だとみていない。早くマイナス金利を解消することが望まれる。だから、今回、良い方向に一歩前進したと考えている。