

2017年10月31日  
団体年金事業部

## 片岡委員が執行部提案に反対 ～10月の決定会合を受けて～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の熊野首席エコノミストによる「片岡委員が執行部提案に反対～10月の決定会合を受けて～」をお届けいたします。（別添参照）

物価上昇率の2%の達成時期は従来の「2019年度頃」で据え置かれ、現在の金融緩和政策が維持されることが決定しました。

本年金通信は、10月の日銀金融政策決定会合の内容と今後の展望を掲載したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

## 片岡委員が執行部提案に反対

発表日：2017年10月31日（火）

～10月の決定会合を受けて～

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

10月の決定会合は、現状維持だった。2%の達成時期も従来の「2019年度頃」で据え置いた。変化と言えば、新メンバーの片岡剛士委員が、今まで通りの執行部提案に反対票を入れたことだ。しかし、片岡委員も、さらに長期国債買入れを増やせとは言わず、イールドカーブ・コントロールの枠組みに沿って対案を出している。リフレ派も金融政策のコックピットに入れば、常識的な操縦を極端に変えられない。

### たった一人の反乱

10月30・31日に開催された決定会合は、イールドカーブ・コントロールに対して、片岡剛士審議委員より、執行部提案に対する反対票が投じられた。その反対理由は、「オーバーシュート型コミットメントを強化する観点から、国内要因により『物価安定の目標』の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和を講じることが適当であり、これを本文中に記述することが必要」というものである。さらに、「イールドカーブにおけるより長期の金利を引き下げる観点から、15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当」とした。

僅か1名の反乱であるが、金融緩和の不満がもっと積極化の方向で存在することは気に留めておく必要がある。細かい点で気が付くことを列挙すると、次のことがある。

- (1) 片岡委員でさえ、年間80兆円の長期国債の買入れをさらに増やせとは主張できなかったこと
- (2) イールドカーブ・コントロールの枠組みには賛成した。そのうえで、新たに15年物金利を0.2%未満にする考えを示した。
- (3) 「2年で2%」のコミットメントにこだわり、2年の約束を後ずらしするよりも、期待効果を強める目的で、何らかの追加緩和をすることを主張。量的拡大よりもコミットメントを重視する考え方である。

ここでのポイントは、あの片岡委員でさえ、他のリフレ委員と同じく、金利コントロールの枠組みに賛成せざるを得なかった。これは、今以上の量的拡大について片岡委員が断念した結果だろう。

さらに、リフレの教義に忠実な片岡委員も、2年という期限を実現するための特別なアイデアを、現在のイールドカーブ・コントロールにぶつけることができなかったということだ。期待インフレ率を上向かせるには、より強力な行動を日銀に採らせるということで、シムズ理論や財政ファイナンスに絡んだ対応を求める人もいる。片岡委員は、そうした奇策を提示するのではなく、単に15年物金利を対象に金利コントロールを行うという微調整しか言い出せなかった。

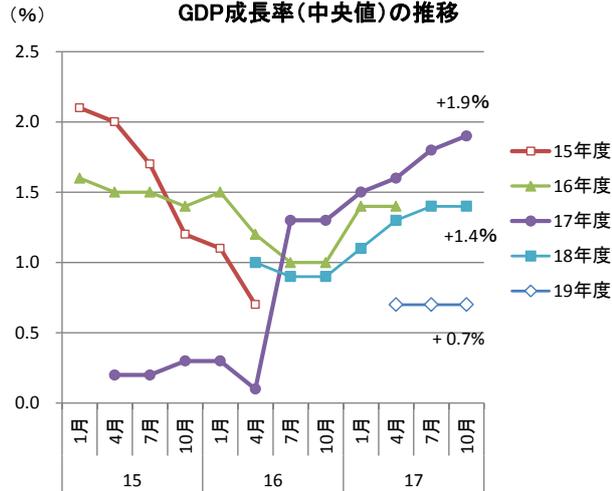
リフレ派の論客といえども、金融政策のコックピットの中で操縦桿を動かそうとすると、それほど安易に曲芸飛行はできないのだろう。ここから見えてくるのは、黒田路線がリフレ政策の実務的な限界ラインだということだと筆者は理解している。

### 展望レポートの変化

今回の展望レポートは、片岡・鈴木両委員が加わり、かつ、木内・佐藤委員が抜けて初めての改訂となる。意外に9名の委員の中央値は変らなかったと思う。むしろ、实体经济の変化を反映して中央値は動いていた。このように、中央値で政策委員の見通しを示す手法は、優れていることが証明されたと筆者は感じる。

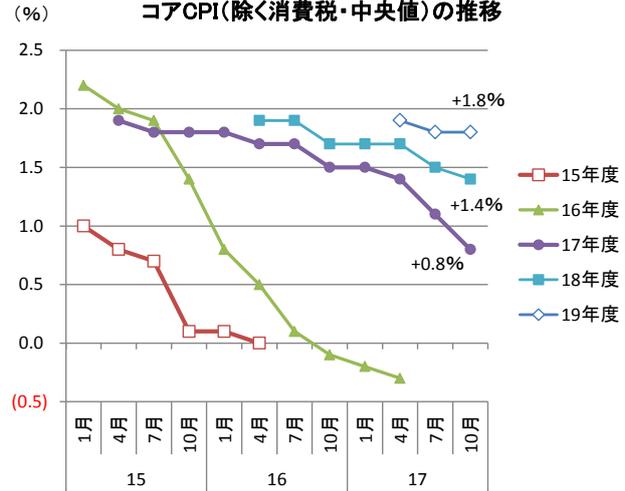
具体的にみると、前回比で変化したのは、おおむね2017年度の見通しに限られる（図表1・2）。2017年度のGDP成長率の見通しは、1.9%の伸び率（前回1.8%）。消費者物価コアは、2017年度0.8%の伸び率

(図表1)日銀「政策委員の大勢見通し」における  
GDP成長率(中央値)の推移



(出所)日本銀行「展望レポート」より筆者作成

(図表2)日銀「政策委員の大勢見通し」における  
コアCPI(除く消費税・中央値)の推移



(出所)日本銀行「展望レポート」より筆者作成

(前回 1.1%)。成長率を上方修正、物価下方修正という変化は、4月→7月→10月と続いてきた傾向と同じである。つまり、成長率は設備投資や消費が年初の見通しよりも上向いていることを受けている。潜在成長率が0%台後半という想定だから、1.9%の成長率はそれを大幅に超えた需要超過と言える。この需要超過が物価上昇圧力となってCPIを押し上げていく。

ただし、物価については、通信料などの個別の下押し圧力が効いて、2%からは時間とともに乖離して、今は0.8%までプラス幅を縮める。政策委員の方向感、需給ギャップが需要超過である限りは、物価上昇圧力が上向きに働き続けるというものだ。特に労働需給はかなりタイトなので、そこを起点に賃金にも上向きの力がかかってしかるべきとみている。

課題になるのは、中長期的な物価予想が強くないことだ。政策委員は、足元の需給ギャップの変化によって先々の予想も上向くとしているので、それを待つしかないというロジックだ。

片岡委員は、「2年で2%」というコミットメントにこだわり、追加緩和によって先々の物価予想をもっと強く押し上げようとする。しかし、この考え方には、しっかりした波及経路が描かれていないので、片岡委員以外の賛成者はでてこない。まだ、執行部のストーリーの方が理にかなっている。その点は筆者もそう思う。

## 金融政策の点検

イールドカーブ・コントロールが導入されて1年以上が経過した。やはり、そのほころびが表れてきている。日経平均株価が22,000円にタッチして、もはや日銀がリスクプレミアムを心配して、これほどまでETF買いをしなくても良い局面が訪れている。年間6兆円ものETF買いを続ける必要性はない。黒田総裁は、会見で「実際の買い入れ額は変動する」と柔軟な姿勢をみせたが、必要性はないとは言わなかった。この点については、片岡委員が正反対から意見を述べたので、大方の委員はこちらの問題意識に踏み込めなかった可能性はある。よくみれば、政策委員のメンバーには株式市場に精通した人物が1人もいないではないか。リフレ派を集めることに気をとられて、重要な人選が偏ってしまっていると思える。

筆者は、ETFなどの買入れと長期国債の買入れの停止条件はかなり違っていると思う。その点は、前の総括的な検証でよく議論されなかったと思う。すぐにはなくとも、ETF買入れの出口政策は別途、専門家を交えて論じる必要がある。

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。