

2017年3月2日
日 本 銀 行

佐藤審議委員記者会見要旨

—— 2017年3月1日（水）
午後2時から約30分
於 徳島市

（問） 本日の懇談会では、徳島県の経済関係者とどのような意見交換が行われたのでしょうか。また、それについて佐藤審議委員はどのような意見を述べられたのかお伺いしたいと思います。

（答） 本日の懇談会ではご意見が多岐にわたりましたので、全てを網羅してご紹介することはできませんが、私なりに席上で聞かれた話題等を整理して申し上げます。

まず、当地の景況感に関し、当地の経営者の方からは、有効求人倍率や失業率など経済指標の多くに改善の傾向がみられるものの、改善している実感が乏しいとの見方が聞かれました。この要因に関して、業種や企業毎にばらつきがあるためとの見方のほか、少子高齢化の影響などにより、人手不足や後継者不足の問題が目立ってきており、中長期的にみて不安を感じている経営者が多いためという見方が聞かれました。人手不足の問題に関して、小売業における新規出店の影響もあるとのご意見もありました。少子高齢化の課題に関し、行政サイドの出席者の方からは課題克服に向けた取り組みについての具体的なお話がありました。また、金融機関の出席者の方からは、マイナス金利が長期間続くことに対する心配の声が聞かれました。

これに対し、私からは、総人口が減少していく中、健全な経済を維持していくためには、賃金の上昇を起点とした消費の拡大、企業収益の増加に結びつけていくことが大切であると申し上げました。こうした好循環に結びつけ

ていくために、日本銀行の金融政策が人々の期待に働きかけ、賃金の上昇を伴った物価上昇を実現できることを示していく必要があると考えており、マイナス金利政策もその一環であるため、今後も本行の金融政策にご理解頂きたいと申し上げました。

私どもとしては、徳島県内の金融経済情勢について、徳島事務所や高松支店を通じて、今後もきめ細かくモニタリングを続け、中央銀行の立場から経済の持続的な成長の実現や金融システムの安定性の確保を図りながら、徳島県経済を支える関係者のご努力がより大きな成果につながっていくようサポートしていきたいと考えています。

(問) 徳島県経済の現状について、どのような認識をお持ちか、また、徳島県の経済活性化のためには、どのような取り組みが必要と考えていらっしゃるのか、教えて下さい。

(答) 徳島県経済は、緩やかな回復を続けていると判断しています。すなわち、設備投資は増勢が一服していますが、引き続き高めの水準で推移しています。また、個人消費は持ち直しを続けているほか、住宅投資も、振れを伴いつつも持ち直しており、高水準となっています。この間、公共投資は横ばい圏内の動きとなっています。こうした中で、企業の生産動向は、振れを伴いつつも緩やかに持ち直しており、高水準で推移していると認識しています。

もともと、当地でも人口減少と高齢化の課題に直面しており、景況感には、業種、企業規模、地区などによってばらつきがあると認識しています。こうしたなかで、当地では、全国有数のブロードバンド環境を活かしたIT企業等のサテライトオフィスの進出や高齢者が主体となった「葉っぱビジネス」、秘境の景観と古民家の活用を通じた集落再生の取り組み等が全国から注目を集めているほか、最近では県が中心となって「挙県一致」でこれまで以上に踏み込んだ地方再生への取り組みが進められていると伺っています。

製造業関連では、LED関連企業の積極的な誘致・支援が引き続き進められており、関連企業数は既に100社超に上っています。市街地活性化に向

けた取組みに関しては、こだわりの農産物や加工商品の販売イベントとして「とくしまマルシェ」が毎月開催され、多くの来場者が訪れているほか、昨年12月に開催された「徳島LEDアートフェスティバル」は、来場者が前回は大幅に上回るなど成功裡に終了した、と聞いています。さらに、観光面では、県外観光客に加えて、外国人観光客の誘致に向けた取組みが進められています。

今後、こうした幅広い取組みが奏効し、徳島県経済が一層活性化していくことを期待したいと思います。

(問) 2点お伺いします。佐藤審議委員は、昨年9月からの新しい枠組みに関しては大筋で同意されている一方で、 -0.1% のマイナス金利と 0% の長期金利については反対されていると思うのですが、こういった金利水準で、こういった操作をしていくのがよいとお考えかというのが1点目です。

もう一つは足許の長期金利操作の現状についてです。既に指値オペを実施していて、昨日からオペ日程の公表も始まっていますが、米国の長期金利の上昇によって金利操作に苦戦しているようにもみえるのですが、佐藤審議委員はどのように捉えているのか教えて下さい。また、午前中の挨拶で、指値オペは非常時のツールとおっしゃっていましたが、指値オペの使い方に関してどのようにお考えをお持ちか教えて下さい。

(答) まず、こういった金利水準が適切かというご質問に関してですが、その時々々の経済・物価・金融情勢に応じた最適な金利水準としては、私どもが「総合的な検証」のなかで触れている均衡イールドカーブの概念があると思います。ただし、こうした適切な政策金利水準やイールドカーブの水準に関し、例えば挨拶要旨の中でも触れたように、テイラー・ルールから算出される最適な政策金利水準にはかなりの幅があると思いますが、最適なイールドカーブの水準にもおそらくそれ以上の幅があると思います。そのため、ここが正しい、ここが最適であるとピンポイントでお示しすることはできませんし、ピンポイントで水準をお示しすることも必ずしも適切ではないと思います。その上で申し上げますと、これも挨拶要旨の中で触れましたが、望ましい経済・物価・金融情勢を

実現するために最適なイールドカーブの形状は、私どもとしては、現状よりは若干スティープであってもよいのではないかという思いはあります。

次に、長期金利操作をどのようにみているかというご質問に関してですが、金融市場局のオペレーションに関し、私は、かつて民間にいたときは違い、国債市場における現物あるいは先物の板を常時モニターしたり、あるいは国債市場の値動きを日々細かくフォローしているわけではありません。従って、日々のオペレーションについてあまり細かく口出しして現場が萎縮したり、あるいは逆に過剰反応されても困るので、金融市場調節については、基本的には、ボードが大きな方針を示し、現場のことはなるべく現場に任せればよいと思っています。その上で、日々のオペレーションについて、あくまでもこれは感想ですが、翌日物金利がかつては 1bp 単位の細かい微調整が可能であったとは異なり、10 年物国債金利は元々そういった微調整には馴染まないものだと思いますので、ある程度振れが生じることは致し方ないと思いますし、そうした振れ、特に長いところの振れについては、鷹揚に構えていればよいと思います。FRB の場合は、そもそも翌日物金利の誘導水準に関するディレクティブで 25bps の幅があるわけです。ましてや 10 年物国債金利ではそれ以上の幅があってもよいのではないかと思います。それから、国債市場において、本行が 10 年物国債金利を、例えば上下 10bps の狭いレンジに誘導しようとしているのではないかといった見方が広まっているということは重々承知していますが、実際の 10 年物国債金利の操作目標として、そうした固定的なレンジを想定することは適当ではないと思います。これはあくまでも私個人の考えですが、オペレーションについては、ある程度建設的な曖昧さをもって市場と対話できればよいのではないかと思います。

それから、指値オペを実際に打ったということに関しては、執行部、あるいは現場の判断であり、私から申し上げることは特にありません。その上で、私個人としては、10 年物国債金利の操作について、先程も申しましたように、世間で言われているような狭いレンジを想定する必要はないと思いますので、市場の自律調整機能にかんがみれば、必ずしも実施する必要はなかったのではないかという思いはあります。現に米国の財政政策を巡る不透明感から、

米国の長期金利の低下に連れて、国内の長期金利も低下気味に推移しているのが現状です。指値オペが真に必要な局面はどういう局面かというのと、例えばですが、金融機関や投資家がリスク量の削減のためにポートフォリオとして保有している国債を、値段にかかわらず成り行きで売らざるを得ない局面、やや古い例ですが、2003年のVaRショックのときや、あるいは2013年の「量的・質的金融緩和」導入直後の長期金利が上昇した局面などではないかと思います。

(問) 2点あります。まず1点目は、今日午前中の講演の7ページ目で触れられている「短期市場への影響を見極めつつ、残高圧縮が望ましい」というのは、フローベースの話なのか、ストックベースの話なのか、その両方についておっしゃっているのか、教えてください。また、その具体的な減らし方についても、ヒントがあればお願いします。

2点目は、午前中の挨拶では、市場金利追随型が望ましいというお話でしたが、現実には、日本の市場金利は米国の影響を大きく受けると思います。米国の金利動向をどのようにみていらっしゃるのか、先程のトランプ大統領の演説を踏まえて、また、セントルイス連銀のブラード総裁が「利上げは急ぐべきではないが、資産圧縮は急ぐべき」とおっしゃっていますが、そのような順番付けなのか、どちらを急ぐべきか、ご見解をお願いします。

(答) まず1点目の短国関連のご質問ですが、基本的には短国については、マチュリティが短いですから、フローを減らせばストックとしても比較的早いペースで自動的に減っていくと思います。そういう点では、実務的にはフローを減らしていけば、それと同時にストックも実際減ってきていますので、そういう運営でよいのではないかと思います。もちろん、短期市場への波及——翌日物金利あるいはレポ・レート等への波及——は無きにしもあらずですので、そこは慎重に影響を見極めながら、基本的には必要ないと思うので、減らしていけばよいのではないかと思います。

米国の金融政策との関係で、本行の金融政策をどう運営していくのか、というご質問に関しては、既に総裁記者会見等で何回も説明している通りかと

思います。国内の金融政策は、あくまでも国内のデフレ脱却という目的のために行われるものであって、そういう点では、他国の金利、例えばアメリカの長期金利が上がったからといって、それに追随して自動的に日本の長期金利の誘導水準を上げていくものではないと思います。あくまでも国内のデフレ脱却という目的に照らして行っていくものです。

バランスシートを圧縮するかどうかということについては、ブラード総裁がどういう趣旨でおっしゃっているのか詳しくは存じ上げませんので、深く立ち入ることは控えたいと思いますが、日本に照らして考えますと、現状、消費者物価指数はまだマイナスの領域にありますので、2%の「物価安定の目標」の達成にはまだ遠い状況にあります。そういう中で、仮にフローの国債の買入れを減らすということはあっても、ストックを減らすという状況に至るまでには、まだ相当距離があると思います。というのも、ストックを減らすということは、買入れをやめて再投資もしない、あるいはもっと極端に言えば保有国債を売却するということだと思いますが、そういった状況に至るまでにはまだ相当距離があるわけです。そういう点では、日本については、今の政策——昨年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という形——を新たに整えましたので、その中でうまく先行きの経済・物価情勢を見極めながら、政策の軟着陸を図っていくということに尽きると思います。

(問) 先程、最適なイールドカーブの形状について、「私どもとしては、現状よりは若干スティープであってもよいのではないかという思いがある」とおっしゃっていたと思いますが、「私ども」ということは、そのようなコンセンサスがあるという理解でよいのか、確認させて下さい。

それから、コンセンサスがあるかどうかにかかわらず、佐藤審議委員ご自身がそう考えているのであれば、もう少し現場のオペに対しても、例えば10年超の国債の買入れを減らすとか、あるいは超長期が高くなったときに10年の指値オペみたいなものが入って抑えようとした際——これについてはしなくても良かったのではないかとおっしゃっていますが——、もっと言えば10年物国債金利のゼロ%というターゲットをもうちょっと上げるというご提案をすると

か、もし「現状よりもう少しスティープであって良い」というのが、「私ども」、つまり日銀のボードのコンセンサスであるとすれば、なぜ10年金利をもうちょっと上げようという発想にならないのか、教えて下さい。

(答) まず、挨拶要旨の6ページの下から2行目をご覧下さい。これは、「私どもとしては」ではなく「私としては」ということであり、私個人の考えです。ボードのなかで必ずしも広くシェアされている考えではないかもしれません。ですから、コンセンサスかと問われると、答えはノーということになります。

それから、現状より若干スティープなイールドカーブが望ましいのならば、10年物国債金利の操作目標を引き上げるべきではないかという点について、私自身としては、現状の「短期政策金利-0.1%、10年金利ゼロ%」というカーブ体系のもとでは、反対理由にも記しております通り、10年未満のゾーンが恒常的にマイナス圏に沈む可能性があり、これは物価の安定とともに金融システムの安定をマニフェストとしている日本銀行の政策目的に合致しないのではないかということで、反対しております。先程のご質問とも重なりますが、水準については、なかなか特定の水準を申し上げることは難しいと思います。ただ、私としては、現状よりはスティープであることが望ましいと考えています。また、ターゲットを上げるときの方法論ですが、基本的には、ある程度マーケットに催促されてという形になるかもしれませんが、ビハインド・ザ・カーブ、すなわちある程度マーケット追従で慎重に上げていくことでよいと思います。個人的な考えではありますが、日本銀行がマーケットに先んじて地ならしをする——いきなり10年物国債金利の操作目標を引き上げる——ということは、基本的にはサプライズを避けるという観点から、やめたほうがよいと思います。経済・物価情勢が改善し、挨拶要旨でも触れているように、消費者物価指数は、「除く生鮮食品」のベースでは足許マイナス圏ですが、エネルギーの要因が剥落したり、あるいはエネルギーを除く基調的な部分が消費の改善に伴って少しでも持ち直してくるということになれば、年末にかけては消費者物価指数の前年比が1%に届いても全くおかしくない状況だと思います。もちろん、これは原油価格や為替の前提次第という面はあります。そうした消費者物価指数が1%前

後にある場合において、長期金利がいつまでもゼロ%近辺に踏みとどまっているかどうかについては、それはその時々を経済・物価情勢次第ですので、確定的なことを申し上げることはできませんが、日本銀行が10年物国債金利の操作目標をゼロ%程度に置き続けることはかなり難しくなっている可能性はあると思います。買入れを大幅に増やしたり、あるいは指値オペを多用したりといった局面になっている可能性はあると思います。そうしたことは基本的には好ましくないとしますので、私としては、経済・物価情勢が改善しているという認識にボードが至るのであれば、10年物国債金利の目標を微調整することは十分あって然るべきではないかと思えます。

(問) 1点だけお伺いします。日本時間の午前中に米国トランプ大統領が議会で政府方針演説を行いました。法人税減税やインフラ関連投資等、大規模な財政出動を実施するスタンスを示していますが、こうしたことが世界経済、日本経済あるいは金利の動向等に与える影響について、どのようにご覧になっているか、ご意見をお伺いできればと思います。

(答) トランプ大統領の演説に関しては、まだ詳細を把握しておりませんが、あまり深く立ち入ることはできませんが、今おっしゃった法人税減税等の税制改革を策定すること、所得税に関しては中間層の税負担を大幅に軽減すること、1兆ドルのインフラ投資の法案の承認を議会に求めることが経済政策の柱ではないかと思っています。具体的な数字が出てきたのは1兆ドルのインフラ投資の部分ですが、あとは特に新しい情報が出てきているとは思いません。従って、基本的には米国経済に関しては、挨拶要旨のなかでも触れているように、財政刺激策の効果がこの先加わるだろうという前提に加え、非常にタイトな雇用市場と良好な企業・消費者コンフィデンスに裏付けられた堅調な消費により、比較的順調な拡大コースをたどっていくと思います。米国経済が良好な推移をたどっていくことは、世界経済や日本経済にとっても先行き好影響をもたらすため、世界経済の見通しに関して、去年は暗かったわけですが、今年については比較的明るい展望が持てるのではないかと考えています。

(問) 2点お伺いします。先程操作目標については柔軟に調整することもあり得るということでしたが、現行のゼロ%近傍というものをそれほど狭いレンジで考えるべきではないということは、仮に将来操作目標を引き上げるとした場合、10bps という狭いレンジではなくもっと 20bps とか 25bps とか大きなレンジでの引き上げが望ましいのか、その水準感について教えて下さい。

2点目は、仮に市場に催促される形でもよいので操作目標を上げるという場合には、2%の「物価安定の目標」を厳密に達成する前にそうした引き上げが行われる可能性があると思います。その場合は、日銀としてその施策をどう説明するのか、また、その先に、やがてはテーパリングとなる場合はどういう手順を踏んでいくのか、市場に過度な変動やディストラクションを起こさずにできるのか、道筋のようなものがあれば教えて下さい。

(答) まず、10年物国債金利の操作の方法については、10年物国債金利の操作ということ自体が、中央銀行のなかでの初めての試みです。そうした意味では、操作について実務的なプラクティスが確立されているとは言い難い状況であると思います。ボードの中でも、例えば10年物国債金利を先行きどういう幅で動かしていくのか、あるいはどういう頻度で動かしていくかについて特にコンセンサスがあるとは思いません。これも、先行きの長期金利の動向、仮に望ましい物価上昇が起こったときに長期金利がどう反応するか、その反応の程度にもよると思いますので、これも今の段階で何か決め打ちをできるものではないと思います。

それから長期金利の調整に関してですが、2%の達成の前に長期金利の目標水準を引き上げるということについて、2%の「物価安定の目標」の達成との関係でどう考えるべきかというご質問と理解しました。基本的には長短金利の操作は、2%の「物価安定の目標」の達成のために行うものであって、2%の「物価安定の目標」を達成するために最適なイールドカーブの形状を作っていくためのものだと理解しています。そういう点では、2%の「物価安定の目標」が達成できていないからといって、長期金利を引き上げることがマンドレートに反する

のかといえ、必ずしもそうではないと思います。むしろ「物価安定の目標」を達成する観点から、最適なイールドカーブを作っていくためにやっていくものであるとご理解頂きたいと思います。

(問) 先程の質問と重複する部分があるかもしれませんが、昨日、3月分の長期国債等の買入れ方針が発表されました。そのなかで、初めてオペの実施日を予告するという形になりましたが、これが持つ意味合い、マーケットへの影響等を含めてお考えをお聞かせ下さい。

もう1点ですが、もうすぐ7月で任期の5年が近付いてきたと思いますが、この5年間を振り返られて、日銀の金融政策について、どのようにお考えかをお聞かせ下さい。

(答) オペの実施日を公表するという点については、先月、オペを一部スキップしたということで、市場との対話が若干ぎくしゃくした面は必ずしも否定できないと思います。それが指値オペの実施に至る発端であったと思いますので、その点においてはオペの実施日を事前に公表するという点自体は、オペがスキップされるという懸念を減じるということになり、不確実性を低下させることにつながりますので、オペレーション運営の透明性の向上に資すると思いますし、恐らく市場参加者の方々からも歓迎して頂けるのではないかと思います。ただ、これによってオペレーションの柔軟性が損なわれたのではないかとご指摘も恐らくあるのではないかと思います。その点で確かにオペの回数、あるいはタイミングの自由度がこれまでよりも低下することは事実ですが、金額に関しては従来通り幅を設けており、毎回のオペのオファー金額については、その時々市場動向に応じて柔軟に調整していく構えと金融市場局からは聞いています。

月中の金利上昇圧力に対しては、例えば、事前に公表した日以外に追加してオペを実施したり、私はよいとは思いませんが、指値オペを実施することも対応としてはあり得ます。予期せざる金利低下圧力が起こったときには、必要に応じて買入れ利回りに下限を設けてオファーするという手段もあるわけ

です。今回、オペの実施日を公表するということになりましたが、長短金利を操作していくためのオペの柔軟性は依然として金額、回数等の面では確保されていると理解しています。

2番目のご質問ですが、7月までまだ任期が5か月弱残っておりますので、5年間を振り返るのはまだ早いと思っておりますが、政策運営などに対する私の考え方については、今回を含めて過去9回の金融経済懇談会やそれ以外の講演などで、都度お話ししておりますので、特に付け加えることはありません。

その上で、過去を振り返りますと、私は2013年4月の「量的・質的金融緩和」に賛成した後は、2014年10月の追加緩和や、2016年1月のマイナス金利政策、それから同年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」について、理由は様々ですが、反対しています。ただ、緩和的な金融環境をできるだけ長く維持し、それによってデフレ脱却への政官財一体となった息の長い取り組みを金融政策面から支援していく、というスタンスでは首尾一貫しているつもりです。

ただ、最初の「量的・質的金融緩和」もそうですが、とりわけ2014年に「量的・質的金融緩和」を拡大したときは、もともと非常に大規模な非伝統的な金融政策をしていたところに、さらに輪をかけて規模を拡大したということですので、特に政策の持続可能性に関して、私自身、懸念を強めました。このため、政策の持続性を確保すべく、これまで金融政策決定会合において、様々な意見を具申して参ったところでした。

私としては、これまで行ってきた前例のない大規模な金融緩和策をソフトランディングさせていくことが、今後非常に重要になってくると思いますので、残された任期の間に、引き続き私なりに意見を具申して参りたいと思います。

また、これは金融政策に限ったことではありませんが、経済も市場も生き物であり、先行きの予測には限界があると思います。従って、金融政策に関しても、その時々政策効果を踏まえて、柔軟に対応していくことが重要だと思います。それから、常々申し上げていることですが、物価安定の本来の意味を考えると、消費者物価指数の上昇率2%という表面的な数字に固執することは

適当ではないと思います。金融政策の目的とする物価の安定とは、挨拶要旨のなかでもごく簡単に触れていますが、金融システムの安定を含む広い概念であり、中長期的に持続可能なものでなければならないと思います。私自身も引き続きそのことを肝に銘じて、残された任期を務めて参りたいと思います。

以 上