



2016.9.30
日 本 銀 行

金融政策決定会合における主な意見 (2016年9月20、21日開催分)¹

I. 金融経済情勢に関する意見

(経済情勢)

- 日本経済は、基調としては緩やかな回復が続いているが、個人消費の一部に弱めの動きがみられるも、消費者物価前年比は低下傾向にある。
- わが国の景気は、基調としては緩やかな回復を続けている。経済の好循環は続いているものの、家計、企業ともにマインド面を中心にやや萎縮した状態にある点には留意が必要である。
- わが国経済は、輸出と消費に弱めの動きがみられるが、基調としては緩やかな回復を続けている。
- 現在の消費性向の低下は、リーマンショック後に行われた耐久消費財需要の喚起策の反動も一因と思われる。
- 海外経済を中心に不確実性の高い状況が続く中、個人や企業のマインドの安定が保たれていることは一安心である。
- 世界経済については、当面、不透明感の強い状態が続くことが予想される。

(物価)

- 資源市況が低位ながらも一定の範囲内で変動しており、物価に対する下押し圧力は徐々に剥落していく見通しである。予想物価上昇率はやや長い目でみれば上昇トレンドを維持しているが、適格的な形成メカニズムを通じた下押し圧力が強く作用している点には注意が必要である。

¹ 「金融政策決定会合における主な意見」は、①各政策委員および政府出席者が、金融政策決定会合で表明した意見について、発言者自身で一定の文字数以内に要約し、議長である総裁に提出する、②議長はこれを自身の責任において項目ごとに編集する、というプロセスで作成したものである。

- 今後執行される政府の大規模経済対策は、金融緩和政策とのポリシーミックスにより、成長率の押し上げと予想物価上昇率の改善に寄与するものと考えられる。
- 中長期の予想物価上昇率の下振れは、一時的に上振れたものが現在の経済構造と整合的な均衡水準に回帰する過程と考える。

II. 「総括的な検証」に関する意見

(「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果)

- 日本銀行のこれまでの政策は、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなるなど一定の成果があった。
- わが国では、予想物価上昇率の形成において、「適合的な期待形成」の役割が相対的に大きいことを踏まえ、「フォワード・ルッキングな期待形成」を強める手段を導入する必要がある。
- マネタリーベースの拡大は、「物価安定の目標」に対するコミットメントや国債買入れと併せて、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の押し上げに寄与した。
- マネタリーベースと予想物価上昇率の間には短期的に為替レートを介した見かけ上の相関はあったかもしれないが、長期的な関係は観察できない。

(マイナス金利の効果と影響)

- マイナス金利は、国債買入れとの組み合わせで長短金利を大きく引き下げる効果があったが、金融機関収益・金融市場・生保年金の運用などに対する影響も大きかったことには留意する必要がある。
- わが国金融機関の経営体力は、グローバルな金融システム安定の観点からも重要である。
- 金融緩和の効果は、①金融機関経営に与える影響、②金融機関経営の悪化が経済全体を悪化させる影響、③金融緩和が金融機関を経由しないで経済を好転させる経路の3つの影響を考慮する必要がある。大事なのは、②と③の影響が経済全体に与える影響である。
- 経済全体が好転すれば、信用コストの低下、名目金利の上昇、貸出の拡大から、金融機関の経営も好転する。

- 金利の低下と利鞘の縮小は、「量的・質的金融緩和」だけが原因なのではなく、自然利子率の低下、長期のデフレ、企業部門の貯蓄超過など、構造的な問題でもある。

Ⅲ. 金融政策運営に関する意見

(総論)

- 物価の下振れリスクは大きく、デフレに引き戻されないよう、息長く腰を据えた取り組みが必要であるため、金融政策の新しい枠組みを採用し、必要な施策をしっかりと進めていくことが適切である。
- 個人消費が持続的に増加するためには、政府の成長戦略に加え、今回の検証を踏まえた緩和の強化により、賃金に上昇圧力を加えていく必要がある。
- オーバーシュート型コミットメントやイールドカーブ・コントロールは、これまでの金融緩和政策とも整合的で、「物価安定の目標」の早期達成に向けた金融緩和政策のパラダイムシフトとして適切なものであると考える。
- 新しい枠組みでは、その有効性や副作用を不断に確認し、2%目標の実現に必要であれば、枠組みの修正も含め、柔軟に対応すべき。
- 潜在成長率を引き上げてこそ、自然利子率が上昇し、名目金利体系も正常化する。そうした観点からも政府による成長力強化の取り組みが重要である。
- 2%目標の早期達成には、極めて緩和的な金融環境のもと、官民で成長力強化の取組みを加速させ、民需を高めることが不可欠である。潜在成長率向上のモメンタムを高めることが予想物価上昇率の引き上げにも繋がる。

(イールドカーブ・コントロール)

- マイナス金利と国債買入れによって、イールドカーブ全般に影響を与えることが確認できた。今後は金融機関収益にも配慮しつつ、目標とする長期金利の水準を決めて、イールドカーブをコントロールすることが考えられる。
- イールドカーブ・コントロールを中心とする新しい枠組みは、

従来の枠組みに比べて、経済・物価・金融情勢の変化に応じてより柔軟に対応することが可能であり、政策の持続性も高まるものと考えられる。

- 毎回の金融政策決定会合で設定する長期金利の操作目標を実現するため、国債買入れ額が増減することは当然生じうるが、こうした金額の変化が政策的なインプリケーションを持つものではないということは、しっかり説明していく必要がある。
- ゼロ％程度という10年金利の操作目標は、次回会合までの調節方針であり、長期金利を将来にわたってペッグする趣旨ではない。毎回の会合で最適なカーブの形状を判断していく。
- 長短金利操作への移行は政策の持続性を高める措置であり、大筋で賛成する。ただし、現状程度の国債買入れを続けるなかでは、期間10年までの金利を新たなフォワードガイダンスのもと、マイナス圏で長期間固定することになりかねず、金融仲介機能への影響が懸念される。
- イールドカーブ・コントロールのもとで、狙い通りに国債買入れペースが低下して、政策の持続性が高まるかは不確実であり、長期金利上昇などを受けて逆に買入れペースが高まるリスクが相応にある。また、指値による国債買入れオペなどの導入は、市場機能を著しく損ねる恐れがある異例の措置である。
- これまで通り、資産買入れ額を操作目標としたうえで、フォワードガイダンスとともに国債買入れペースの縮小を行うことで、買入れの持続性と市場の安定性を高め、既往の実質長期金利低下を通じた経済効果を維持することが最も重要である。

(オーバーシュート型コミットメント)

- 予想物価上昇率を引き上げるために、消費者物価（除く生鮮食品）前年比上昇率の実績値が安定的に2％を超えるまでマネタリーベース残高を拡大する方針を継続するべきである。
- 金融政策には効果が現れるまでにラグがあることを踏まえると、実際に2％を超えるまで金融緩和を続けるというのは、極めて強いコミットメントである。
- オーバーシュート型コミットメントは現実的な目標設定でなく、予想物価上昇率を引き上げる効果も期待できない。

IV. 政府の意見

(財務省)

- 今回、金融緩和強化のための新しい枠組みが提案された。これは、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するために必要な措置と認識しており、政府としても歓迎したい。
- 政府・日銀が緊密に連携し、金融政策・財政政策・構造改革を総動員していくことが重要である。
- 補正予算の早期成立及び構造改革の推進にしっかりと取り組む。
- 引き続き、日本銀行が経済・物価情勢を踏まえつつ、物価安定目標の実現に向けて努力されることを期待する。

(内閣府)

- 総括的な検証は、「量的・質的金融緩和」導入後の経済・物価動向と政策効果、マイナス金利の効果と影響を総合的に分析したものと評価する。
- 今回の措置については、物価安定目標達成のために必要な措置として提案されたものと評価する。総括的な検証の結果とともに、対外的に丁寧に説明いただくことが重要と考える。
- 日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ2%の「物価安定の目標」の実現に向け着実に取り組むことを期待する。

以 上