



2016.2.8  
日 本 銀 行

## 金融政策決定会合における主な意見 (2016年1月28、29日開催分)<sup>1</sup>

### I. 金融経済情勢に関する意見

#### (国際金融資本市場とリスク)

- 最近における原油価格の一段の下落や中国など新興国・資源国経済の先行き不透明感を背景とした、金融市場の不安定な動きによって、人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大している。
- 新興国・資源国経済の先行き不透明感の強まりや原油価格の下落が、企業や家計のコンフィデンスに及ぼす影響には警戒を要する。特に、企業のデフレマインドが払拭されていない中で、賃上げの動きが拡がりを欠き、物価上昇ペースが下振れるリスクには重大な関心を払わざるを得ない。
- 年初来の原油価格の急落と国際金融市場の不安定な動きからみて、世界経済の下振れリスクは増大しており、これが企業や家計のデフレマインドの転換を遅らせ、物価の基調に悪影響を及ぼすリスクがある。
- 金融市場の動揺が実体経済を反映し、また、その動揺が、実体経済、インフレ予想に影響を与えて、2%の物価目標の達成をさらに後ずれさせる可能性がある。現実には、いくつかの指標はその可能性を示唆している。
- 原油は、OPECとロシアの協議が成立し、何らかの生産調整が出て来る可能性がある。

#### (経済情勢)

- 景気は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用する

<sup>1</sup> 「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。

もとで、緩やかな回復を続けている。

- わが国の景気は、新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている。経済成長率は、15、16年度ともに潜在成長率を上回る成長を続け、17年度は消費税引き上げの影響から潜在成長率を幾分下回るプラス成長を想定している。
- 新車投入効果の一巡や新型スマートフォン販売の下振れ等から、4～6月以降は生産増加ペースが落ちる可能性がある。

#### (物価)

- 物価の基調は、これまでのところ着実に高まっている。
- 現在の低インフレは、デフレ的な企業の価格設定行動を反映したのではない。
- 物価の基調を規定する需給ギャップ及び予想物価上昇率は、物価の押し上げに作用しており、先行きの物価上昇率は高まっていくが、2%程度に達する時期は、原油価格下落の影響等から17年度以降にずれ込む見通しである。
- 2%程度に近づく時期は2017年度前半頃とみている。
- CPI前年比が2%程度に達する時期は、「2017年度」として幅を持たせることが適当である。
- 先行きの値上げ計画は昨年の中頃と比べて少なく、4～6月頃に消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は下振れるリスクがある。
- わが国のBEIの信頼性は低く、プレイダウンを図る必要がある。

## II. 金融政策運営に関する意見

- 金融市場の不安定な動きなどによって、企業のコンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大しており、その顕現化を未然に防ぐ必要がある。
- 2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することが望ましい。
- 追加緩和により、リスクの顕現化を防ぎ、2%の物価安定目標

に向けたモメンタムを維持することが必要である。

- 国内経済の好循環を中断させることなく鋭意推進すべき正念場の今、金融政策の信認を保つためにも、追加的措置を講じて補強するとともに、将来の緩和手段の選択の幅を広げることが適切である。
- 理論的な可能性として、同じ量であれば付利を引き下げた方がポートフォリオ・リバランス効果を高め、より強い効果があると指摘してきた。
- 緩和の手段としては、量の緩和、質の緩和、金利の引下げによる緩和と3つの考え方がある。金利をさらに引き下げることについては、これまでも様々な議論があったが、欧州諸国の経験から、効果や実務的な問題についても適切に運営するだけの知見が集積されていると考える。
- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加緩和の余地が十分あることを示すことを可能とする。
- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、予想実質金利を一層引き下げる効果を発揮する。
- 日銀当座預金全体ではなく、一定額以上にマイナス金利を適用するという階層構造方式によって、金融機関への過度の負担を避けつつ、金融緩和効果を強化できる。
- 階層構造は、限界的な金利をマイナスにしつつも、金融機関収益への過度の圧迫により金融仲介機能が低下することがないように設計されている。
- 国際金融資本市場の不安定な動向からリスクは下方に厚いが、ただちに政策対応が必要な情勢ではない。マイナス金利導入が市場にかえって政策の限界を印象づけてしまうことを懸念する。
- わが国経済と物価の基調は悪化しておらず、金融緩和度合いから見て追加緩和を正当化する理由はなく、現状維持が適当である。「量的・質的金融緩和」を補完するための措置の導入直後のマイナス金利導入は、資産買入れの限界と受け止められるほか、複雑な仕組みは混乱・不安を招くリスクがあり、かえって、金融緩和効果を減衰させる惧れがある。

- 現在の状況は大がかりな政策変更を行うタイミングとは考えない。大量の国債買入れが意図するポートフォリオ・リバランスは、国債と当座預金の交換に止まる可能性が大きい。「国債の」イールドカーブをさらに引き下げても、民間の調達金利の低下余地は限られ、設備投資の増加も期待し難い。
- 国内経済・物価情勢は安定しており、また足もとの金融市場の不安定性も深刻でないため、現時点で追加金融緩和の実施は必要でない。また、マイナス金利導入は、金融機関の国債売却意欲を低下させ国債買入れ策の安定性を損ねる、金融機関の収益性をさらに悪化させ金融システムの潜在的な不安定性を高める等の問題があるため、危機時の対応策としてのみ妥当で、現時点では温存すべきである。
- マネタリーベース増加目標維持とマイナス金利導入は論理的整合性に欠ける。テーパリングと合わせて実施する筋合いの政策である。また、マイナス金利は実体経済への効果の割に市場機能や金融システムへの副作用が大きく、効果と副作用のバランスを欠く。
- 今後、一段のマイナス金利引下げへの期待を煽る催促相場に陥る惧れがあり、金融機関や預金者の混乱・不安を高め、2%目標への理解が乏しい下で誤解を増幅する惧れがある。
- 既にマイナス金利を採用する他國中銀とのマイナス金利競争に陥ることを懸念する。また、中長期国債利回りのマイナス化で本行のみが最終的な買い手となり、市場から財政ファイナンスと見做されるリスクが高まる。
- 対外公表文について、「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」の文言にはプルーデンス面の配慮も含まれると理解しており、修正に反対する。

### Ⅲ. 政府の意見

(財務省)

- 今回執行部から提案のあった事項は、金融政策の目標を達成するため必要な措置として提案されたと認識している。
- 今回の提案を含め、金融政策運営の状況等について、引き続き丁寧かつ積極的な説明に努めて頂きたい。

- 先般、平成27年度補正予算が成立し、経済再生と財政健全化を両立する平成28年度予算を国会に提出した。
- 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している。

(内閣府)

- 物価動向の判断に当たっては、GDPデフレーター等の各種物価指標を総合的に見ていくことが重要である。
- 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」の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。
- 今回の追加緩和策等、金融政策の効果を十分注視していく必要がある。
- 「物価安定の目標」の達成時期及び金融政策運営の変更に関し、日本銀行の考え方を対外的に丁寧に説明することが重要と考える。

以 上