



2016.3.24
日 本 銀 行

金融政策決定会合における主な意見 (2016年3月14、15日開催分)¹

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)

- 国際金融市場は、米国での良好な経済指標や原油価格反発に加え、G20での政策協調姿勢などを受けて、幾分落ち着きを取り戻した。
- 年初来の国際金融市場の混乱は、2月半ばから落ち着きを取り戻しつつある。
- 国際金融市場の不安定な動きは一服したが、内外経済の先行きのリスクバランスは依然下方に傾いている。
- 国際金融市場は年初から不安定であるが、今のところ实体经济面での動揺はみられない。今後、その影響が国境を越えて、わが国の实体经济に悪影響を与えるリスクを注視している。

(経済情勢)

- 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。
- 日本経済は、輸出と生産に弱さがみられるが、基調としては回復している。
- 輸出、生産の指標は弱く、これが設備投資にも影響を及ぼすおそれがある。
- 個人消費の弱さについては、今後の経済物価動向をみる上で、その原因を精査する必要がある。
- 家計の所得の着実な増加にもかかわらず消費が弱い背景には、年金生活者をはじめ消費者が防衛的な行動を強めている可能性

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。

がある。

- 先行きの物価や消費の基調に大きな影響を与える主要企業のベアは、昨年を相応に下回る可能性が高い。
- わが国では、中国経済の減速などの世界の需要構造の変化のもと、内需拡大とともに成長力向上への取組みが重要である。

(物価)

- 消費者物価前年比は、当面0%程度で推移するが、原油価格が2月半ばに下げ止まっているため、2017年度前半頃に2%に達すると予想する。
- 消費者物価は、原油価格下落や予想物価上昇率の弱含みの動きなどのリスクは残るが、「物価安定の目標」の2%へ向けて進んでいく。
- 賃上げの動きは弱く、インフレ予想を示す指標も低下している。
- 春先以降、基調的な物価が前年同月比+1%台前半を維持する蓋然性は低下した。

II. 金融政策運営に関する意見

(「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入決定後の全般的評価)

- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入決定後、貸出の基準となる金利や住宅ローン金利ははっきりと低下しており、金利面では政策の効果は既に現れている。
- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、金利を低下させるという点で、制度の設計段階で考えていたとおりの効果が現れた。
- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のもとで、企業や家計の資金調達コストはきわめて低い水準まで低下しており、金融環境はきわめて緩和した状態にある。
- 住宅ローン金利の低下は、住宅投資を刺激するほか、借り換えを通じて債務者の金利負担を減らすため、消費にプラスに働く。
- 1月に導入を決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」については、決定直後から株安・円高が進んだため、需要刺激効果や物価引上げ効果を否定する議論もある。しかし、金融市場が落ち着きを取り戻すにつれ、所期の効果を発揮するとみて

いる。

- 最近の弱い指標をみると、前回会合で「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を決定したことは適切であったと思われる。
- 2%の「物価安定の目標」の早期実現に向けて、現在の政策を着実に進めていくことが肝心である。
- 引き続き、国際金融市場の不安定さを踏まえ、経済・物価動向並びに金融市場の動きを注視しながら「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を推進すべきである。
- 今後とも、必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で追加的な金融緩和措置を講じるべきである。
- マイナス金利については、市場もそれを前提に動き出し、関係する多くの経済主体でも対応が採られていることから、元へ戻すという選択肢は採り得ない。
- マイナス金利政策は撤回が望ましいが、導入直後の撤回は市場を混乱させるほか、日本銀行の信任を失墜させるリスクがあるため、効果を明確に示せない限り現状維持にすべきと考える。
- 副作用が効果を上回ると判断し、当座預金の三層構造を将来の出口に備え維持しつつ、政策金利を+0.1%に戻すことを提案する。
- 実質金利をみる際の名目金利については、国債の金利ではなく、実体経済に影響する民間の金利を使うことが適当である。
- ポートフォリオ・リバランスは、国内での再投資対象が限られており、期待される効果に必ずしもつながっていない。
- マイナス金利導入の副作用として挙げたリスク、すなわち、国債買入れの限界と誤解される、催促相場になる、金融機関や預金者の懸念・不安を招き2%目標への誤解を高める、複雑な仕組みが政策効果を削ぐという点が全て顕在化している。
- 副作用を上回る効果が期待できる金融政策の余地が限られる中、国債市場の流動性と金利の安定を維持して、既存の政策効果を確保することが最も重要である。国債買入れの減額はそれに資する。
- 「物価安定の目標」は、柔軟に解釈すべきである。

（金融仲介機能に対する影響）

- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、景気全般を改善させることで、金融機関収益にプラスに作用することを説明していくべきである。
- 銀行収益は、デフレ脱却により大きく改善することを指摘しておきたい。なお、「量的・質的金融緩和」の導入以来、銀行部門全体の経常利益が大きく増加している。
- 銀行が長短金利差で利益を得るものである以上、追加緩和で、イールドカーブがそれ以前よりもフラットになったことに不満があるのはもっともだが、利益の源泉が長短金利差だけであれば金融仲介を十分に行っているとは言えない。
- マイナス金利下では金融機関のB/S圧縮により信用収縮となる可能性がある。
- マイナス金利政策は金融仲介機能の低下から経済に悪影響をもたらすほか、将来の金融不均衡蓄積のリスクを高める。また、人々の不安を高め、デフレマインドをかえって強める方向に作用している。
- マイナス金利など従来の政策が金融システムの潜在的なせい弱性を助長してきた面がある。「物価の安定」から「金融システムの安定」へと政策の重点を移す、政策のリバランスが必要な局面にある。

（その他）

- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の緩和効果を最大限に引き出すため、今回の実務面の対応策のように改良・工夫を重ねていくことは政策当局としての当然の責務である。
- 特例的取扱いはマイナス金利の限界を示唆し、市場の振幅を高めかねない。催促相場に入った以上、市場との対話はきわめて難易度が高くなった。
- 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が国民経済にもたらす効果について、金融機関との取引の収支という点に限定するのではなく、経済全体としての幅広いメリットがあることを根気よく説明し、広く国民各層の理解を求めていく必要がある。
- マイナス金利が国民の一部に不安をもたらしている面もあり、期待に働きかける難しさを感じる。

- サプライズが日本銀行の政策反応関数を不透明にし、市場の不安定化に拍車をかけた。
- マイナス金利導入決定後の急激な金融市場の収縮、国債市場のボラティリティ上昇等に起因する金融市場全体の不安定化が、経済に及ぼす悪影響を注視したい。

Ⅲ. 政府の意見

(財務省)

- 先月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議では、日本として重要と考える要素が共同声明に盛り込まれた。国際社会と連携しつつ、市場動向等を注視していく。
- デフレ脱却・経済再生をさらに前進させるため、平成27年度補正予算を迅速かつ着実に実施するとともに、平成28年度予算及び関連法案の早期成立に向けて取り組む。
- 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)

- 物価動向の判断に当たっては、付加価値の価格を表すGDPデフレーター等の各種物価指標を総合的にみていくことが重要である。
- 日本銀行においては、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。
- 「マイナス金利政策」について、引き続き日本銀行としてわかりやすく発信していただき、政策の効果が十分発現するよう取り組んでいただきたいと考える。

以 上