

2015年12月8日
日 本 銀 行

佐藤審議委員記者会見要旨

—— 2015年12月7日(月)
午後2時から約30分
於 奈良市

(問) 2点質問させていただきます。まず1点目は、本日の懇談会がどのような内容だったのか、どのようなことを話し合われたのかという点です。もう1点は、関西、奈良の経済の現状と今後の見通しについて教えてください。

(答) 本日の懇談会ではご意見が多岐にわたったため、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て、全体としては持ち直しつつあるものの、製造業を中心に厳しい業況が続いているとの見方が聞かれました。インバウンド需要の拡大などから一部業種では業況が改善しているものの、多くの地場産業では為替円安や電力料金値上げによるコスト高の影響が出ているとの話が聞かれました。また、中長期的には、他県に比べて規模の小さい奈良県の産業を如何に育成していくかが課題であるとの話が聞かれました。こうした課題に対して、様々な取組みが行われているとの心強い話も頂きました。例えば、農業については、6次産業化を進める農業振興策が進められているほか、高速道路に近い便利な場所に産業集積地を造成するなど、企業誘致や県内産業育成を進めているとの話が聞かれました。また地場製品の高付加価値化に関する具体的な取組みも伺いました。私どもとしては、奈良県内の経済・金融情勢について、大阪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、奈良県経済を支える関係者のご努力がより大きな成果に繋がっていくようサポートしていきたいと考えています。

次に、関西、それから奈良県の景気の現状と先行きについてお話ししたいと思います。関西の景気は、輸出・生産面に新興国経済の減速の影響

がみられるものの、緩やかに回復していると判断しています。企業部門については、輸出は、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかに増加しています。こうした輸出動向のもとで、生産は国内向けの自動車関連の在庫調整が長引いたこともあり、このところ横ばい圏内の動きとなっています。また、設備投資は、好調な企業収益のもとで、製造業・大企業を中心に積極的な設備投資計画が維持されています。家計部門については、雇用・所得が一段と改善する中、個人消費は堅調に推移し、住宅投資も下げ止まっています。このように海外需要はやや鈍化していますが、国内需要は改善傾向が続いており、好調な企業収益のもとで、家計部門、企業部門ともに景気の前向きな循環メカニズムが維持されていると考えられます。先行きについても、関西経済は緩やかな回復を続けていくとみています。ただし、関西は全国と比べてアジア向けの輸出ウェイトが大きいということもありますので、新興国経済の動向が輸出や生産に及ぼす影響については、今後もよくみていく必要があると思います。また、高めの伸びが計画されている当地製造業の設備投資スタンスに変化がないかどうか、12月短観なども含めて注意深く点検していきたいと思います。

次に奈良県の景気ですけれども、奈良県の景気は、生産面に弱さがみられるものの、持ち直しつつあると判断しています。生産は全国と比べてウェイトが高い電気機械や一般機械などの低下を主因に減少しています。一方、家計部門では、有効求人倍率が緩やかに上昇しているほか、雇用者所得は前年を上回って推移しています。また、個人消費については、乗用車販売は弱い動きが続いていますが、小売店販売は堅調に推移しており、総じてみると持ち直しつつあります。このように奈良県の景気は家計部門を中心に改善方向にありますが、生産は弱い動きが続いていますので、新興国経済の減速の影響も含めて注意してみていく必要があると考えています。

(問) 2つあります。午前中のご挨拶でも触れておられたQQEの時間的な限界についてですが、時期は特定できないと思いますが、ただ、永遠に続けられないということだと思いますし、今日明日に限界がくるというわけでもないと思います。そうするとある程度の幅で、限界が来る時期は幅を持つては想定されるのではないかと推察するのですが、今年1年は大丈夫だという理解でよろしいでしょうか。2つ目はOPECが減産の合意で失敗しまし

て、原油の先行きについて、大きなインベストメントバンクなども1バレル20ドルなどという予測を出すようになりました。原油のトレンド的な下落は日本経済にとってコスト削減によるポジティブな効果の方が大きいとみるべきなのか、期待インフレ率低下のネガティブなインパクトの方を心配するべきなのか、佐藤委員のご見解をお願いします。

(答) まず、QQEの時間的な限界あるいは政策の持続可能性についてですが、午前中の挨拶要旨の中でも触れたとおり、特定の年限というかたちで時間的な制約を現段階でイメージすることは難しいと思います。といいますのは、政策の持続可能性あるいは国債の買入の持続可能性は、その時々を経済・物価の情勢あるいは金利の水準やイールドカーブの形状といった様々な要因に規定されるものであると思います。例えば、今のこのQQEが所期の効果を発揮し、人々の予想物価上昇率が実際に上がってくれば、イールドカーブはどちらかというところスティープ化する方向に動くと思いますので、その場合には却って買入が容易になるという面があります。反面、このQQEをもってしても人々の予想物価上昇率がなかなか上昇せず、したがってイールドカーブが低位安定というかフラット化していくと、買入は却って難しくなる、そういう難度の高さを内包した政策であるということです。このように、様々な要因によって国債の買入の持続可能性は規定されますので、今年1年は大丈夫とか、来年は大丈夫とか、そういった特定の年限を現時点で明示することはやや難しいと考えています。ただ、もちろん、今のところ国債の買入は概ねスムーズに行われていると認識していますので、これが今すぐ不可能になるということでもないと思います。

それから2番目のご質問についてですが、原油価格のさらなる下落が仮にあれば、日本経済全体にどのような影響を及ぼすかということですが、まず、一般論から申しますと、原油価格の下落は、エネルギーを輸入に大きく依存する日本経済にとっては交易条件の改善を通じて非常にポジティブであると思います。ただ、その一方で、昨年来の経験として分かってきたことですが、エネルギー価格の下落は、新興国あるいは資源国経済への打撃になるため、その反射的な影響を考慮する必要もあります。もう1つは、新興国、あるいは先進国も含めた資源開発関連投資全体に対する影響も考慮する必要があると思います。したがって、原油価格下落によって単に日本経

済の交易条件が改善するだけでなく、そういった資源開発投資の減速等も含めた世界経済全体の影響もよくみていく必要があると思います。

それから、人々の予想物価上昇率に対する影響についてですが、これまでのところ、昨年来からの原油価格の大幅な下落にも関わらず、予想物価上昇率にさほど悪い影響は出てきていないのではないかと私は感じています。もちろん、人々の中長期的な予想物価上昇率というのは、tangibleな、実際に測れる指標ではありませんので、定性的に判断していくということになります。この点、例えば、家計の極端な安値志向、あるいは企業の極端な低価格戦略といったものは、明らかに変化してきています。家計はそれなりの質を伴ったものには支出を惜しまないということですし、企業もそういった家計の嗜好の変化、選好の変化を感じ取って価格戦略を微妙に積極化していると思います。そういう点では、私は、人々の予想物価上昇率に関し、全体として上昇していると評価してもよいのではないかと思います。今後、仮に原油価格がさらに下落し、ガソリン価格等に影響が及んだとしても——これはもちろん、人々の予想物価上昇率に悪影響がないかどうか、バックワード・ルッキングに期待形成に悪影響が出ないかどうかは注意深くみていく必要があると思いますけれども——、日本経済はエネルギーを輸入に大きく依存していますから、家計部門はむしろこうしたメリットを感じやすいのではないかと思います。決して無条件に楽観的であるわけではありませんが、さほど心配はしておりません。

(問) 2点質問させていただきます。1点は、挨拶要旨の中で、7－9月期のGDPデフレーターがマイナスになるなど、デフレの兆候もみられているというご発言がありましたが、昨年10月末に追加金融緩和に佐藤委員は反対されていまして、また緩和効果が逡減しているという指摘もされていると思います。仮に、このデフレの兆候が顕在化した場合に、日銀として何か対応のしようがあるのかどうかという点についてお聞きしたいと思います。もう1点は、挨拶要旨の中でもご指摘されていましたが、ドル調達コストの上昇の裏側で円の調達コストが低下し、国庫短期証券や3年物の国債ぐらゐまでマイナス金利が定着しています。レポ市場でも期末越え取引などでマイナス金利が常態化しつつあるなか、日本経済が、マイナス金利が定着している中で、金融市場に与える歪みというか影響について、佐藤委員がどのようにお

考えになられているか、改めてお聞かせください。

(答) まず、最初のご質問、7－9月期のGDPのデフレーターがマイナスに転換したことについてですが、挨拶要旨の中で触れているのは、中国経済の話でして、日本経済についてはありませんので、その点、お含み置きください。その上で、仮にデフレの兆候があったらという仮定のご質問ということでお伺いしたいと思います。私どもとしては、2%へのパスが危ぶまれる状況では、必要な政策の調整を行うということを予ねてより申し上げていますが、私は、基本的にはそれはリスク認識の程度次第であると思います。例えば、リーマン・ショックあるいは欧州債務危機並みの世界経済の成長パスが大きく揺らぐようなイベント・リスクが顕在化する場合には、日本経済においても、2%の物価安定の目標達成のパスが危ぶまれる状況になる可能性があると思いますので、そういった状況の下では、政策の調整を行うこともやぶさかではないと思っています。ただし、今の政策は、例えば、GDPの見通しがコンマ数パーセント動くとか、あるいは、消費者物価の見通しが同じくコンマ数パーセント動くといったような、微細な経済動向の変化に対して敏感に対応していく性質のものではないと理解しています。基本的には、今行っているQQEは、政策の継続に伴って、あるいは資産の買入の進捗に伴って、累積的に効果が出てくるものと認識していますので、政策の調整についても、そういった認識を踏まえつつやっていくことになると思います。

それから、短期市場におけるマイナス金利の問題についてですが、日本と、例えば欧州のマイナス金利の状況は違うと思います。欧州においては、政策金利がそもそもマイナスであることから、短期市場でマイナス金利が常態化していますが、ご質問にございましたように、日本の場合にはドル調達コストの上昇の裏返しで円の調達コストが大幅にマイナス化しています。これはドルの調達が直接出来るドルベースの投資家にとっては、円を事実上、大幅なマイナス金利で調達できるため、マイナス金利の短期国債を買っても十分にペイします。そういうかたちで、短期国債に対する超過需要が発生しているわけです。ドル調達コストの上昇は、金融規制の強化等に伴う米国の金融機関のバランスシート制約を反映している面もあると思いますので、この年末越えの調達が一巡したとしても、おそらく先行き簡単に下がる性質のものではないかと、ある程度、構造的な面もあると認識していま

す。そういう意味では、現時点の短期市場におけるマイナス金利は、ある程度持続する可能性があります。これについては、マイナス金利が実現していること自体は、一つには政策効果の表れである、という言い方も出来ると思います。その一方で、マイナス金利になることによる短期資金市場における様々な歪み、例えば、市場機能の低下といったことも、十分認識しているつもりです。私としては、そういった短期市場におけるマイナス金利がもたらす政策効果、それからその反面、その副作用として、市場機能の低下、あるいはMMFやMRFを含めた広義の決済システムへの影響も含めて、その両者の功罪を睨みつつ、今後ともしっかりと政策運営をしていきたいと思っています。

(問) 佐藤委員は前から金融緩和の副作用のことも心配されています。今日の講演では、QQEを継続することが重い判断であるということをおっしゃられています。一方で景気下振れリスクのことも言われて、前向きなメカニズムに関してはそれほど力強くないと、デフレマインドも払拭されていないと言われています。景気の下振れリスクへの対応策として、現状の枠組みで対応できるのか、それとも別のアプローチの仕方があるのかどうかをお伺いします。

(答) 所得から支出への前向きな循環メカニズム、これが力強く働いているかどうかと問われますと、現状では、一応働いていることは働いていますが、必ずしも力強いとは言い切れない、ということだと思います。これは、最近の設備投資あるいは賃金に対する企業のスタンスによく表れていると思います。その一方で、ご指摘のとおり、私としては、こういったQQEを毎回の金融政策決定会合で継続するということが非常に重い政策判断であると認識しています。では、このQQEによって、所得から支出へのメカニズムをこれ以上サポートしていくことが出来るのかどうかについては、私としては、QQEのトランスミッション・メカニズムとしては、当然、資産価格等も含めた幅広い経済活動への影響を強めることによって、政策効果が望めると判断しています。であるからこそ、毎回の金融政策決定会合で政策の継続に賛成票を投じているわけですが、その一方で、この所得から支出へのメカニズムを強めるためには、やや金融政策を超えた課題があることも事実だと思います。例えば、挨拶要旨の中でも述べていますが、最近、企業

収益が過去最高益を更新している中で、あるいは企業経営者のマインドも総じて高水準を維持している割には、設備投資の足取りは今一つ鈍いですし、賃金の基本給の増加ペースも非常に緩やかで、企業経営者の支出マインドが今一つ積極化していません。これは一つには、企業経営者の認識として、過去最高益といっても、結局は円安による海外からの収益の為替換算差によるものであったり、あるいは原油価格下落等による交易条件の大幅な改善のためであることから、こういった企業収益の改善は、総じて一時的なものであり、恒常的な所得の増加によるものではないのではないかと、危惧を抱いているからではないかと思えます。言い換えますと、企業経営者が、現状の過去最高益の企業収益を、いわば“windfall profit”と考えていることでもあるでしょうし、これをさらに言い換えれば、利益の成長期待が低い、あるいは成長期待そのものが低いということではないかと思えます。そういう意味では、金融政策によって成長期待を鼓吹していくということは、もちろん重要ですが、これはやはり成長戦略の着実な実行によって、生産性の向上、あるいは競争力の向上を地道にやっていくしかないのではないかと思えます。それから、政策の調整に関してですが、もしこれを考えるとすれば、当然市場に対してそれなりに大きなリパーカッションがあると思えますので、そういった影響も良く考える必要があります。そういう点では、市場とのコミュニケーションは、慎重の上にも慎重を期す必要があると考えています。

(問) 今日の講演の中で、前回の展望レポートで物価の達成の見通し時期を後ずれさせたことに関して、佐藤委員は、コミットメントについて、改めて説明する必要性を感じていらっしゃる、その中で、佐藤委員の考えとしては、特定の期限を念頭に置いたものではなく、ローリング・ターゲットと考えている、ということでしたけれども、これは改めて説明すればよいというものなのか、それとも現行の執行部の説明を変えていく必要があるとお考えなのか、どちらでしょうか。

(答) 私自身の考えとして、今の物価安定の目標と、目標の達成時期に関する解釈については、これをローリング・ターゲットと考えるのが一番無理なく整合的に解釈できますし、他の諸外国の中央銀行における一般的なインフレーション・ターゲティングの枠組みとの比較でも、整合的な仕組みであ

ると考えています。すなわち、向こう2年間程度を展望して、その中で、2%の物価の安定の目標を追求するスタンスをとることが重要です。特定の年限を区切ると言っても、もう既にQQE開始から2年半以上が経過しているわけですから、今さら2年とといったところで仕方がないわけです。そういう点では、私の説明が人々に対して一番無理なく整合的に説明出来るのではないかと考えています。

(問) 講演の中で、量的・質的金融緩和の目的は、徐々に達成されつつあるということをおっしゃっています。また、国債買入の持続性についても言及されていますが、ということは、国債買入が持続できなくなるような状況に達する前に、佐藤委員としては、この量的・質的金融緩和はもう十分目的を達した、政策の調整は、むしろ国債の買入額の縮小というかたちで調整を行うという提案をされると考えてよいでしょうか。その際、来春の春闘、3年連続のベア上昇ということが期待されているとおっしゃいましたけれども、例えば、今年並みのベアが実施される、あるいは今年のベアを上回るというようなことがきっかけになるのかどうかをお聞かせください。それともう一つ、この量的・質的金融緩和の継続期間は、2%の物価目標が安定的に持続すると判断されるまで継続するということですが、これは、国債の買入を仮に縮小しても、その政策手段自体がオーバーナイトの金利ではなく、マネタリー・ベースであるという政策を続ける限りにおいては、仮に国債の買入を多少縮小したとしても、約束違反にはならないというような考え方が出来るかどうか、この継続についての考え方についてもご意見をお聞かせください。

(答) まず、QQEの成果として、「所期の成果を上げつつある」、「徐々に所期の政策目的は達成されつつある」ということは申し上げていますが、「達成した」と判断しているわけではありません。人々のデフレマインドを払拭するという所期の効果、所期の政策意図について、実際のところ、人々のデフレマインドはこの2年半あまりの間に大きく転換してきたと思います。それは何よりもまず、株価、為替等を含めた資産価格全般に大きく表れてきていますし、経済のパフォーマンスにも表れてきていると思います。ただ、繰り返しになりますが、これを完璧に達成できたと判断しているわけで

はありませんので、毎回の金融政策決定会合において、その達成状況について、引き続き、様々な観点から判断していきたいと考えています。

それから、来年度のベアについて、特定の賃上げ水準、賃金伸び率、基本給の伸び率に関して、この水準が達成できればといった政策上のベンチマークがあるか、というご質問と理解しましたがけれども、私は、賃上げ交渉に関し、特定の賃金伸び率を念頭に置いているわけではありません。ご存知のとおり、来年度の春闘に関して、例えば、連合においては、賃金の要求水準、賃上げの要求水準を若干、今年度よりは控えめに要求しているように見えるわけですが、新聞報道等を拝見する限りでは、これは単に賃金伸び率、賃上げ要求を緩めたということではなくて、今年度に関しては、賃上げはそこそこまくいった、ただそれはあまりにも大企業中心であり過ぎたので、来年度の賃上げ交渉に際しては、大企業中心の賃上げから、より裾野の広い中小企業へと幅広く賃上げの動きを均霑（きんてん）させていくという狙いから、敢えて控えめな賃上げ要求をしていると理解しています。そういう点では、もちろん全体の伸び率ということも大事なのですけれども、例えば、経団連等の集計対象に入らない、中小企業、こちらの方が数の上でも、あるいは雇用者、就業者数の上でも圧倒的に多いわけですから、そういった中小企業に対して幅広く賃上げの動きが広がっていくかという点に注目していきたいと思います。

それから、最後のご質問で、テーパリングとマネタリー・ベース・ターゲティングの関係と理解しましたがけれども、現時点で、もちろんテーパリングをするという具体的な計画があるわけではありませんし、このQQEは、マネタリー・ベース・ターゲティングということで、マネタリー・ベースの水準に目標を置いて、その達成手段として国債を買い入れるという枠組みを採っていますので、その枠組み自体は、とりあえずQQEを続けていく中では変えようがないのではないかと思います。

以 上