



## マイナス金利政策の狙いとその効果

上席研究員 古金 義洋

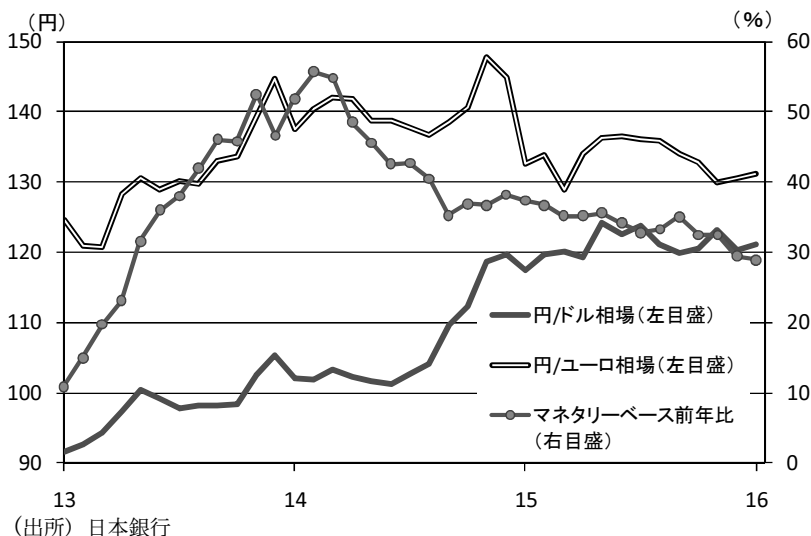
### ○日銀は量的金融緩和の「限界」を見越した円高加速を抑制する必要があった

日銀は、銀行が日銀にお金を預ける日銀当座預金の金利をマイナスにする「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を決めた。日銀がこうした政策に踏み切った背景には、年初からの世界的な株式市場の動揺があったとされているが、国内要因としては、2013年4月から実施していた「量的・質的金融緩和」の持続性が疑問視され、量的金融緩和が実質的に縮小することで円高・株安が加速しかねない状況だったことが一因とみられる。

昨年8月にIMFが発表したワーキングペーパーによれば、日銀が現在の量的緩和を継続していった場合、民間の国債保有額が著しく減少し、①銀行は短期の資金調達のための担保に必要な国債を確保できなくなる、②年金や生保は最適なアセットアロケーションに必要な国債を保有できなくなる、などの問題が生じるため、現在の量的金融緩和政策は2017～18年に限界を迎えるとした。

こうした量的金融緩和の「限界論」に対して、昨年12月の日銀政策決定会合では、①日銀が金融機関から受け入れる担保の種類を国債だけでなく外貨建て証券などに拡大する、②購入する長期国債の残存期間を「7～10年程度」から「7～12年程度」に拡大する、な

(図1) 日本のマネタリーベースと円相場



どを決めたが、根本的な解決策ではなかった。日銀が年80兆円の国債買い入れを続ける限り、民間の国債保有額が減り続けることには変わりはないためだ。

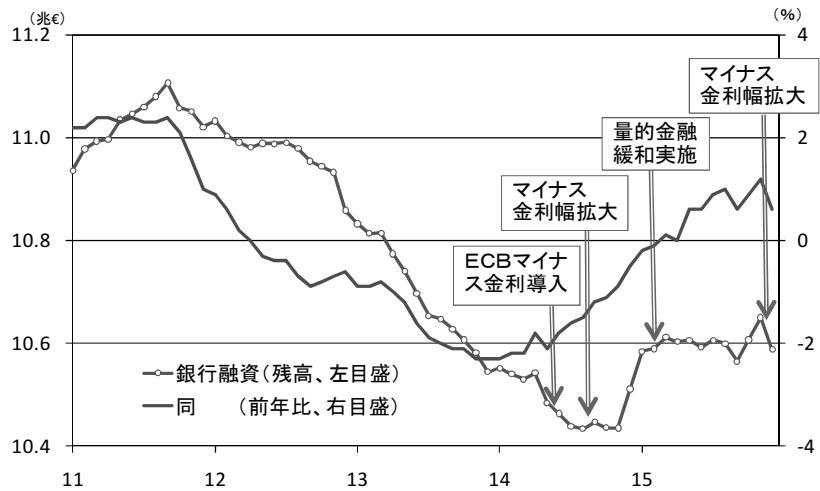
「限界論」は実際の日銀の国債購入額やマネタリーベースの動きからも読み取ることができた。年80兆円の国債買い入れを目標とする「量的・質的金融緩和の拡大」が決まったのは2014年10月だが、14年9月末から15年末まで15か月間の実際の日銀の国債保有額は95.7兆円増(年率76.6兆円増)と年率80兆円増の目標を下回った。2015年7～12月の半年だけで見ると33.8兆円増(年率67.5兆円増)とさらに鈍化した。この結果、マネタリーベースの伸びは鈍化し、昨年末の前年比は29.5%増と量的金融緩和が始まった13年4月以来の最低水準に低下した(図1参照)。

結局、今回の「マイナス金利付き量的・質



的金融緩和」は、①国債利回りをマイナス化することで、民間銀行や年金・生保などが国債を手放したい状況を作り、量的金融緩和の目標を達成しやすくする、②仮に、量的金融緩和の目標達成が難しくなったとしても、マイナス金利という材料が新たな円安要因になるため、量的緩和ペースが鈍化しても必ずしも円高に直結しないようにする、といった狙いがあったと考えられる。

(図2) ユーロ圏銀行の融資残高、増加率



(出所) ECB (欧州中央銀行)

### ○ECBの経験からみても銀行貸

#### 出の増加は期待薄

では、今回の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、実体経済にどう影響を及ぼすのか。①ポートフォリオバランス効果による銀行貸出増加、②金利低下による景気・株価押し上げ効果、③円安の輸出押し上げ効果という3つの経路を通じた影響が考えられる。

まず、銀行が流動性を豊富に持つことで貸出が増えるとする「ポートフォリオバランス効果」だが、これまでの量的金融緩和でも銀行は貸出を増やすと見込まれたが、実際に銀行は国債売却代金を日銀当座預金にするだけで、貸出を増やそうとしなかった。今回、日銀当座預金の金利がマイナスになる。そのままでは銀行は損失を被るため、今度こそ貸出が増加するのではないかという期待はあるが、実際にそれが企業向けの貸出などに回るとは思えない。設備投資などの資金需要がなければ、銀行の貸出は増加しないためだ。貸出が増えれば不動産向け貸出くらいだ

ろう。

ECBはすでに量的金融緩和とマイナス金利政策を合わせた政策を実施している。2014年6月にマイナス金利政策を導入し、同年9月にマイナス金利幅を拡大、15年3月に国債購入を含めた量的金融緩和を実施し、同年12月に量的金融緩和延長とマイナス金利幅再拡大を決めた。

しかし、銀行の貸出の動きをみると、金融緩和策実施時期と関係ない2014年12月から15年1月にかけて、おそらく、ストレステスト終了により、貸出残高が増えた時期があったものの、量的金融緩和策やマイナス金利政策の実施の効果はほとんどなかったことがわかる(図2参照)。

貸出先がない以上、銀行は日銀に国債を売ろうとしないかもしれず、その際は、日銀が購入したい額の国債を買えない、いわゆる「札割れ」が起こりかねない。



○マイナス金利の副作用を考慮すれば金利低下幅は0.2%ポイント程度

第2に、金利低下の効果はどうか。

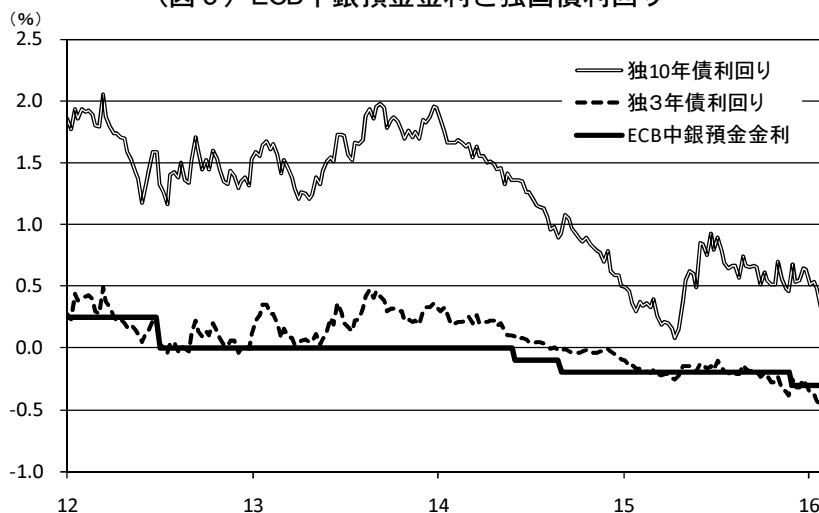
流動性や価格変動の小ささなどの面から、銀行にとって日銀当座預金と代替的な資産である短期国債の利回りはマイナスになる。一方、長期国債の利回りは価格変動リスクがあり、将来的に日本の国債の信用リスクが高まるおそれがあることなども考慮すると、マイナスの利回りが定着することはないとみられる。

ECBの場合、中銀預金金利を段階的にマイナス0.3%まで下げたため、ドイツの短中期の国債利回りは現在マイナス0.4%程度まで低下しているが、長期の国債利回りはマイナスにはなっていない(図3参照)。ドイツ10年国債の利回りは、15年3月のECBによる量的金融緩和実施を受けて、4月にかけて一時0.075%まで低下した後、反発し、プラス域で推移している。

日銀は今回マイナス0.1%とした日銀当座預金金利について「必要な場合、さらに引き下げる」としている。理屈上はマイナス金利の下限はないと考えられるが、仮に、金融機関の資産運用利回りの指標となる長期金利が低下してマイナス化する場合、負債である預金の金利もマイナス化しなければ金融機関の収益は悪化する。

だからと言って、もし銀行が預金金利をマイナスにした場合、おそらく多くの家計は銀行からお金を引き出し、現金化するだろう。状況が先鋭化すれば、取り付けに近い事態を

(図3) ECB中銀預金金利と独国債利回り



(出所) ECB (欧州中央銀行)

生むおそれすらある。マイナス金利が広がれば、それだけ経済活動へ及ぼす副作用も大きくなるだろう。

そうした点を考慮すれば、金利の下限はやはり概ねゼロであり、住宅ローン金利などに連動し、民間の資金需要の動きに影響する長期金利の低下幅は0.2%ポイント程度と見込まれる。だとすれば、このわずかな金利低下が、企業の投資マインドや家計の住宅投資意欲を高めることは期待しにくい。

また、金利低下を通じた株価押し上げ効果については、長期金利と株式益回り(1株当たり利益÷株価)に裁定が働くという前提で、仮に金利が0.2%ポイント低下し、株式益回りも0.2%ポイント低下する(現在の6.5%程度から6.3%へ低下)と考えた場合の株価押し上げ効果は3%程度にとどまる。

○内需押し上げ効果の小さい金融緩和策は海外経済を窮乏化させるだけ

最後に、為替市場においては、マイナス金利という新たな円安要因が生まれたため、円



高を抑制する効果はあったと考えられるが、実際は、世界的な金融市場の動揺によるリスク回避の動きでその効果は帳消しになった。

ただ、期待通りに円安になっていたとしても、その円安が輸出増という形で日本の景気を押し上げられるかどうかは疑問だ。日米欧中銀が実施してきた量的金融緩和やマイナス金利政策などの非伝統的な金融緩和策は、株式などの資産価格を押し上げ、資産効果による一部の消費増加で景気を押し上げた面が大きかった。しかし、設備投資などそれ以外の内需押し上げ効果は限定的だった。

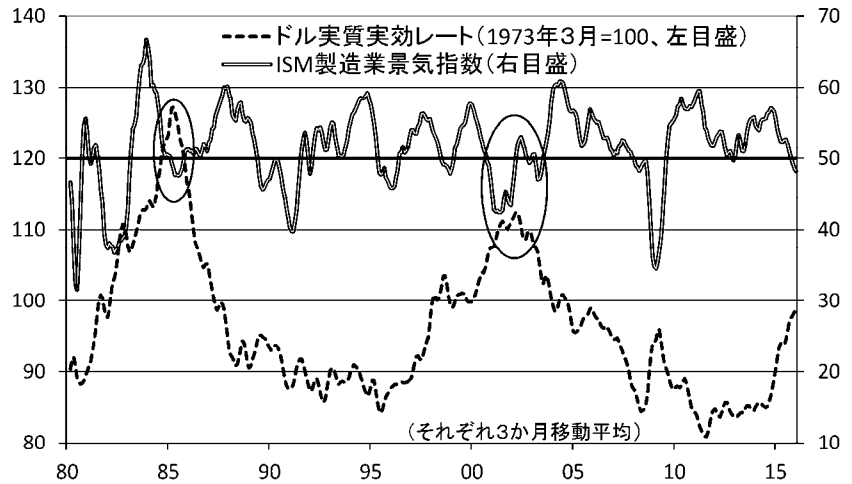
しかも、これまでは生産性上昇により企業収益の増加が続き、金融緩和策の株価上昇効果はそれなりに大きかったが、現在は各国の生産性や企業収益の増加ペースは鈍化している。金融緩和策だけでは株価を押し上げる効果は小さい。

内需押し上げ効果が小さいため、各国中銀の実施する金融緩和策は自国通貨を安くして輸出を伸ばしやすくする「近隣窮乏化」の効果しか生まなくなっていると考えられる。実際、2014年後半以降、米国が金融政策の正常化に踏み出そうとする中で、日欧が量的緩和策を拡大したことは、ドル高を加速させ、結果的に世界経済を悪化させた面もある。

今回のマイナス金利政策についても、ドル高あるいはユーロ高が米欧や新興国の景気を悪化させ、円安になっても日本の輸出は増加しないおそれがある。

また、「米国が利上げを続け、日本は金融緩

(図4) 米ISM製造業景気指数とドル相場



(出所) FRB、全米供給管理協会

和を続けるためドル高・円安傾向が続く」というシナリオで、これまでドルが買われてきたが、ドル高で米国経済が受けるダメージが大きければ、米国の利上げは打ち止めになり、ドル高持続は難しくなる可能性がある。

特にドル高で米国の製造業はダメージを受け、米国の貿易赤字も膨らんでいる。米ISM製造業景気指数は景気判断の分かれ目である50を下回り、製造業景気の悪化を示している。過去において同指数の悪化がドル高の転換点になったケースが多かった点にも注意が必要だ(図4参照)。