

# マイナス金利政策をどう考えるべきか

信金中金月報掲載論文編集委員

勝悦子

(明治大学 政治経済学部教授)

日本銀行がマイナス金利を導入してから1年が経とうとしている。2016年2月に導入されるや否や円相場は下落し、株価は上昇したが、すぐに反転し、円高と株安が長らく続く展開となった。日本経済が力強さを欠いた状態であったことに加え、外部環境の悪化、特に中国経済減速や6月のBrexitなどに伴い世界経済の不透明性が一段と増大したためである。

しかし、11月8日の米国大統領選挙で大きく環境は変わった。トランプ次期大統領が決まるや否や、減税やインフラ投資など景気刺激策を打ち出すとの期待が高まり、折からのFRBの利上げ観測も加わって、世界同時株高とドル高が示現した。これは日本にとって追い風となり、一転して株高・円安基調となって、黒田日銀総裁就任後QQE政策を導入した当時と同じような市場環境となった。

マイナス金利政策はデンマークで2012年7月に導入され、その後ハンガリーが続き、ECBが2014年6月に、2015年に入りスイス、スウェーデン、ノルウェーが導入した。デンマークの目的は為替切り上げ圧力を緩和することであり、またスイスもECBがマイナス金利を導入したことで自国通貨切り上げ圧力が生じたため、これを緩和することが主な目的であった。これに対しECBはデフレ回避、インフレ期待上昇のアンカーとしての導入であるが、欧州の小国開放経済は、為替相場安定の観点から導入せざるを得なかったのである。

マイナス金利にはそもそもどういった理論的根拠があるのだろうか。まず、ヴィクセルの自然利子率の考え方がある。自然利子率とは投資と貯蓄とを一致させる利子率であり、それと貨幣利子率との差異によってインフレが規定される。したがって潜在成長率が低ければ自然利子率は当然低くなるはずであり、自然利子率がゼロ以下であるとするれば、デフレから脱却するには、貨幣利子率もそれに従いゼロ以下にすべきということになる。

マクロ経済学の観点からは、ケインズ経済学の流動性の罫がある。教科書的には、貨幣市場が流動性の罫に陥った場合、貨幣供給を如何に増大させたとしても金利には非負制約があり、貨幣曲線はゼロ金利近辺でフラットな形状となる。この場合総需要(AD)曲線は潜在産出量を下回る水準で垂直になってしまい、慢性的な総需要不足の状態となる。この状態から脱するためには、積極的財政政策を行うか、あるいは非負制約をはずしてマイナス金利とし、産出量を増大させるよう均衡点をシフトさせるしかない。

マイナス金利政策の導入の効果としては、①貸出金利・預金金利の全般的低下、②イールドカーブの全般的な下方シフトにより、融資の増大、ポートフォリオリバランス効果による株価などの資産価格の上昇、③外債購入による自国通貨安の示現などが想定される。しかし理論とは異なり現実では預金金利は非負制約があるので、金融機関の利鞘は全般的に縮小し、収益に負の影響が出る。また、債券金利の全般的な下方シフトは年金基金や生命保険会社などの機関投資家の運用を困難にさせるといった課題もある。

こうしたマイナス金利による金融機関の収益悪化に配慮して、日本では、3段階の階層構造と呼ばれる新たな準備預金スキームが導入された。第一は「基礎残高」で、日銀当座預金と準備預金の合計から所要準備額を引いた超過準備額の約209兆円（昨年11月末値、全準備の3分の2）の部分に0.1%の金利が付される。第二は「マクロ加算残高」で、所要準備額、貸出支援基金、および被災地支援オペ残高の約73兆円（全準備の24%）で金利は0%である。第三が「政策金利残高」、すなわち基礎残高とマクロ加算残高を上回る部分であり、この部分（2016年11月末約22兆円、全準備の7.4%）にマイナス0.1%が適用されることになる。

今回のマイナス金利政策導入によりコール市場の金利もマイナスとなった（2016年11月平平均値マイナス0.049%）。日本では2008年10月末に補完預金準備制度により過剰準備部分に付利されることになったが、通常この金利がコールレートの下限となる。しかし、当座預金残高全体の7.4%に過ぎないものの、今回「政策金利残高」がマイナス0.1%となったことで、この水準がインターバンク無担保コールレートのコリドーの下限となった。さらにこのマイナス金利部分が国債のイールドカーブ全体を大きく引き下げることとなった。

日本銀行は2016年2月以降、業態別にこの3つのカテゴリーのデータを公表しているが、それによると、都銀はマイナス金利適用の政策金利残高が4月以降ほぼゼロで、また地銀も低水準（総当座預金残高の1%程度）である。一方、外国銀行（同13%程度）、信託銀行（同16%程度）、およびゆうちょ銀行や大手信用金庫などのその他準備預金制度適用先（同17%程度）は、MRFの準備除外措置等があったものの、マイナス金利適用の政策金利残高はむしろ増大している。これは、これら金融機関の運用および融資先がなかなかないことを反映している。

マイナス金利の導入により、当座預金額の枠がある都銀などの主体はマイナス金利でコール市場から資金を調達し、0.1%あるいはゼロ%で預けることで運用益を得たともいわれる。さらにすでに積み上がった基礎残高はリスクフリーで0.1%の利回りが得られるため、今般のマイナス金利は、昨年9月に導入されたイールドカーブコントロールも含め金融機関の収益に大きく配慮したものであるとも言える。

とはいえ金融機関の収益悪化は、保険会社の保険料率引き上げや、銀行の手数料引上げなどをもたらし、むしろ個人消費等にはマイナスに働く。金利体系が全般に低下するなか、リスクマネーが循環するよう、証券化などの金融力を向上させ、需要喚起を行うことが求められる。また、賃金の引上げや消費税再引上げ延期などの需要喚起政策も真剣に考えていくべきだろう。