

日銀のマイナス金利導入

発表日：2016年1月29日（金）

～ルビコン川を渡った日銀～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

日銀は1月29日の決定会合では、マイナス金利を導入することを決めた。これまでの量と質の金融緩和に限界が見えてきたので、当座預金金利の一部をマイナスにする新展開を考えてきたという訳である。今後は、マイナス金利の幅を拡大するという観測に基づいて、緩和予想を延長させるつもりなのだろう。しかし、金融セクターに対する運用収益への下押しは明白である。今回の措置はそうした副作用を我慢して、円安誘導を継続するものだ。

金融セクターに打撃

日銀は、従来の量的・質的金融緩和にマイナス金利を適用する新機軸を発表した。従来から、マイナス金利は金融機関経営にダメージを与えるので慎重姿勢を守ってきたが、もはや追加緩和予想を維持することが困難になったので、マイナス金利という奇手に踏み出した。喉が渇いて我慢できないので海の水を飲み始めたようにみえる。

黒田総裁の記者会見では、金融機関の経営に対する影響を問われて、悪影響はないと言っていたが、その言葉を額面通りには受け止められない。黒田総裁を指摘するのは、マイナス金利の適用範囲を絞るような仕組みにある。すなわち、日銀の公表資料では、「金融仲介を担う金融機関の収益に悪影響を及ぼす面がある」から「3段階の『階層構造』を採用」するという工夫^注について説明している。しかし、こうした工夫があっても、金融機関を含めて、債券運用を行っている幅広い金融セクターへの打撃は免れられない。

多くの人が ECB もマイナス金利政策を行っていることを知っているだろう。しかし、日銀と ECB の政策には、決定的に大きな違いがある。ECB は時限的に長期国債を買入れることを政策ツールにして、マイナス金利を併用して短期・中期ゾーンの利回りを押し下げる二段構えにしている。これならば、短期から長期に亘ってイールドカーブは低下する。しかし、日銀は、長期国債の買入れはもうすでに巨大化して増やせなくなっているため、追加的な長期国債の買入れをせずに、マイナス金利で短期・中期ゾーンの金利を押し下げようとしている。ECB は量的拡大効果に余力を残し、日銀は量的拡大ができない分、マイナス金利を今後も引き下げる観測を強めるしか手段がないということではないか。そこが、日銀の政策への弊害を強く感じさせるところだ。

注：日銀の当座預金残高でマイナス金利を適用するのは、次の部分を除いた部分である。（1）2015年1～12月の積み期間の残高（基礎残高、こちらは0.1%を適用）、（2）所要準備に相当する部分（0.0%を適用）、（3）貸出支援基金・被災地金融機関支援オペにより資金供給を受けている場合に、その残高に対応する金額（0.0%を適用）、（4）場合によっては（1）の基礎残高に一定の掛け目をかけて算出した残高に0.0%を適用する、とされている。

なお、金融機関の現金保有高額が大きく増加した場合には、その増加額をゼロ金利が適用される部分から控除してマイナス金利を適用すると記述されている。

追加緩和予想を維持せんがためのマイナス金利

なぜ、今、マイナス金利の導入なのであろうか。おそらく、それは追加緩和予想をどのくらい延長できるかというツールを持ちたいからだろう。もしも、ここで長期国債の買入れを80兆円から100兆円へと増やしていたらどうだっただろう。筆者の予想では、その効果は短期的に終わっていたと予想する。日銀が長期国債を100兆円まで増やすと、その後が続きそうにない。追加緩和予想はかえって弱まってしまう。すると、2016年3月以降

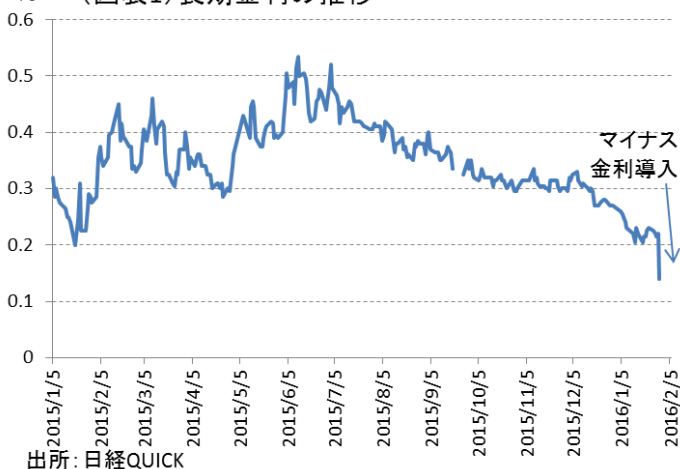
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

に FRB が追加利上げを行おうとする場合に巻き起こる金融市場の波乱によって、今回の金融緩和は飲み込まれてしまう。先々の手を見切られた日銀の金融緩和では、期待に対する効果が乏しいのである。

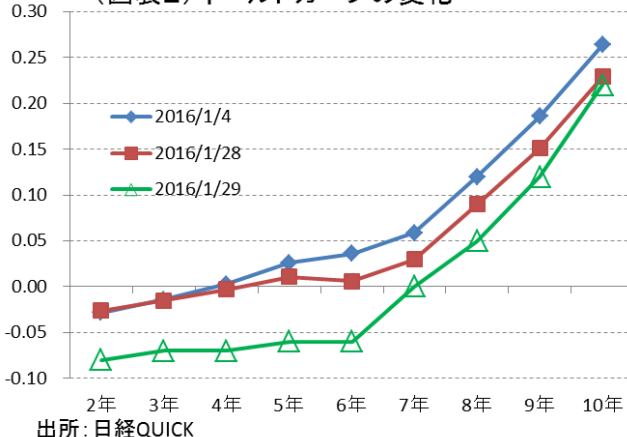
一方、今回のように、マイナス金利を導入すれば、今後もマイナス金利幅をより深くしていくという観測が成り立つ。そうした仕組みであれば、日銀は期待形成の作用を演出できる。日銀関係者は、マイナス金利に弊害が大きいことは百も承知であるとしても、何人かのボードメンバーたちは金融緩和の追加的な効果がなくなることに比べれば、その副作用は我慢するしかないと腹を括ったのであろう。

債券利回りの動向をみると、10 年金利が極端に低下しているほか、イールドカーブが全体として下方シフトしている（図表 1、2）。今のところ、日米長期金利差を拡大させて、円安の流れを後押しすることには影響力を発揮している。日本の金利の下限がなくなるとすれば、まだ日米長期金利差が拡大することができると予想をつなげられる。為替レートには、円安圧力を働かせることができるが、株価には金融機関経営にマイナスの分、押し上げ圧力だけでなく、押し下げ圧力が加わることになるだろう。

（図表1）長期金利の推移

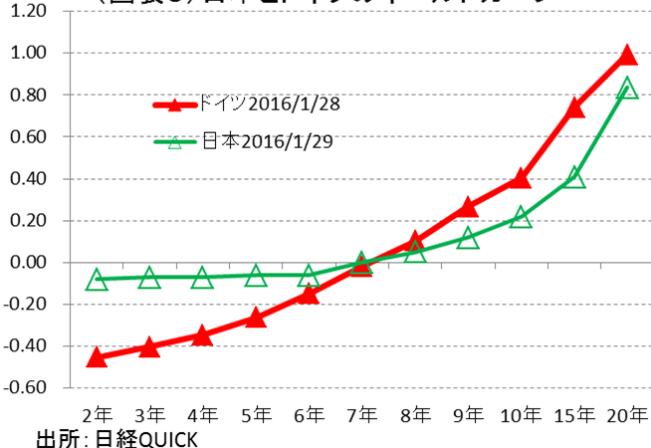


（図表2）イールドカーブの変化



為替に対する影響を考えた場合、日銀が強く意識しているのは ECB である。すでに ECB は預金ファシリティの金利を▲0.3%まで引き下げている。ドイツの債券利回りは短い期間では▲0.4%超のマイナス金利になっている（図表 3）。今回、日銀の付利を▲0.1%にしても、将来、欧州並みに付利のマイナス幅を引き下げなくては、日欧の利回り逆転を解消できないことになる。おそらく、今回の日銀はマイナス金利の道を開いておいて、経済・物価情勢に応じて、欧州を追い駆けることができる体制をつけたのだろう。

（図表3）日本とドイツのイールドカーブ



マネタリーベース残高は 80 兆円のまま

今回のマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入は、日銀の物価見通しの変化が理由である。2015 年 10 月は 2%の消費者物価を達成する目途を 2016 年度下期に変えたばかりである。その後、12 月に補完措置を講じた。そして、今回は目途を 2017 年度前半頃に後ずらししている。今回の展望レポートでも、2016 年度の見通しは 1.4%（中央値）から 0.8%へと下方修正されて、2017 年度の見通しを 1.8%としている（図表 4）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しかし、2017年度からは消費税率が8%から10%へ引き上げられる。その反動減が警戒される中で、安定的に2%の物価上昇率が維持できると宣言をするのは、少し冒険的にみえる。つまり、軽減税率を考慮した消費税率を除いて物価上昇率がどうなるかという尺度は自ずと複雑になるし、实体经济で反動減があるのに、2017年度以降、2%の期待形成を強めるという展望は説得力を乏しい。

(図表4)2016年1月の展望レポート

	大勢の見通し	実質GDP	CPI除く生鮮(除く消費税率要因)	前年比%消費税率を含む
前	2015年度<1月>	+1.0~+1.3 (+1.1)	+0.0~+0.2 (+0.1)	
回	2016年度<1月>	+1.0~+1.7 (+1.5)	+0.2~+1.2 (+0.8)	+2.8
	2017年度<1月>	+0.1~+0.5 (+0.3)	+1.0~+2.1 (+1.8)	
前	2015年度<10月>	+0.8~+1.4 (+1.2)	+0.0~+0.4 (+0.1)	
回	2016年度<10月>	+1.2~+1.6 (+1.4)	+0.8~+1.5 (+1.4)	+3.1
	2017年度<10月>	+0.1~+0.5 (+0.3)	+1.2~+2.1 (+1.8)	

注:政策委員9名の見通しのうち最高・最低を除いた7名のレンジ。()内はその中央値。
出所:日本銀行

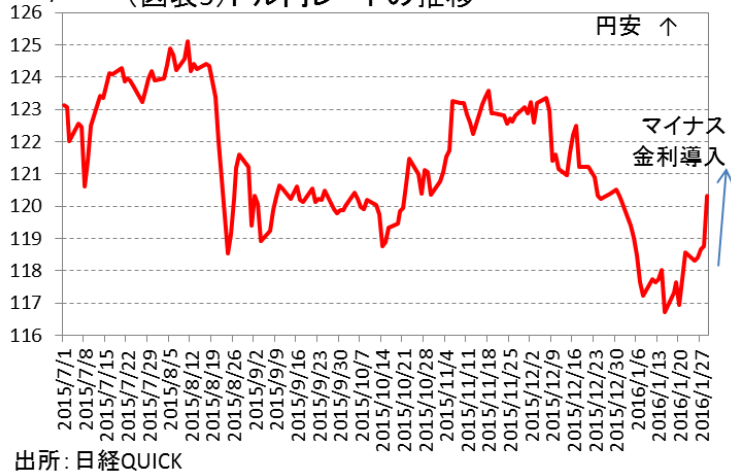
なお、今回の決定では、マイナス金利の導入自体に賛否が分かれた。賛成5に対して反対4の票決である。マイナス金利は、なかなか賛成を得にくい政策だったのだろう。一方、マネタリーベース残高は今まで通りに年間約80兆円の増加ペースを維持した。ここには、長期国債の買入れを増やすことが困難だから、マネタリーベース残高を変更できなかったという悔しさがにじんでいる。

とはいえ、量的拡大がすでに大きな規模になっているので、日銀の公表資料では「従来の『量』と『質』に『マイナス金利』を加えた3つの次元」での追加緩和スキームだと胸を張っている。しかし、すでに量と質の部分は限界がみえており、副作用の大きなマイナス金利だけに自由度を確保したというのが実情である。

日本経済への影響

今回の措置で、日銀が為替レートを円安に動かす力は増したと言える(図表5)。しかし、筆者は失われるものの方に関心を持った方がよい。なぜならば、追加的な量の拡大によって当座預金の中で、ゼロないしマイナスの部分が増える。すると、金融セクターでは、量的拡大にも拘らず、収益面でマイナスの効果が及ぶために、リスクテイク能力は低下するかもしれない。つまり、住宅ローンなどの利回りは低下するが、銀行のリスクテイク能力が低下するために住宅ローン貸出残高が増えるかどうかはわからないということになる。

円/ドル (図表5)ドル円レートの推移



筆者は、質的緩和にはならず、質的引き締めになるリスクについて警戒している。

金融緩和の手法について、多くの人が誤解しているかもしれないので説明しておく、安全資産である国債の利回りをマイナスにしても、金融機関は能動的に外債や株式を増やす訳ではないということである。金融機関のリスクテイク能力が高まってこそ、外債や株式などのリスク資産を拡大できる。もしも、金融機関は安全志向を変えないとすれば、マイナス金利でも国債保有を続けて、収益面でのマイナスを甘受することになる。資産運用の利回りを不利にすると、リスクテイクに熱心になるというのは、無理筋の議論である。

日本経済への影響は、円安による輸出企業への収益プラス効果と、金融セクターや預金者などの運用者の収益マイナス(あるいは信用収縮作用)の効果の両面がある。筆者の見立てでは、円安のメリットは短期的強く表れて、運用のデメリットは中長期的に継続するとみる。最後に強調したいのは、マイナス金利政策は長く続けられる政策ではないし、それを長期化させることが決して望ましくない政策である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。