

マイナス金利は金融抑圧だ

発表日：2016年2月1日（月）

～金融セクターから政府部門への所得移転～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

マイナス金利導入で、国債運用をしている金融セクターは、収益悪化を余儀なくされる。全体で見ると、金融セクターは収益を悪化させ、それが国債発行の主体である政府に所得移転される格好だ。一般的に、財政再建のためのコストだとみる人も多いただろう。ならば、金融セクターの恩恵と言えるかもしれない。しかし、目先の利払費の軽減が、補正予算で歳出拡大に回される一方ならば、その問題は大きいと言わざるを得ない。

預金金利をマイナス金利にはできない

1月28・29日の日銀政策決定会合では、マイナス金利の導入を決めた。日銀当座預金の一部にマイナス金利をつけると、これまでもマイナスに沈み込んでいた債券利回りがより一層マイナス域にシフトしていく。イールドカーブが、日銀とECBの政策によって幅広くマイナス域に押し下げられる状況は、まさしく金融抑圧である。

金融抑圧とは、人為的に金利水準が低位に抑え付けられることを言う。問題は、人為的な低金利誘導が、過度に金融機関の経営を圧迫する可能性があることだ。例えば、銀行は預金を集めて、その資金を貸出や国債運用に回している。全国銀行の場合、2014年度の決算では資金運用収益9.8兆円のうち、2.5兆円は有価証券利息・配当金である。これらの収益から預金利息などを支払い、人件費・物件費を差し引き、経常利益を得ている。

しばしば日銀がマイナス金利を導入すると、銀行の預金利回りはマイナスになるのかと疑問が湧くがそれはしないだろう。なぜならば、預金の保有残高が一定期間ごとにマイナスに目減りする仕組みをつくると、預金者は損失を嫌がって、現金保有に金融資産をシフトさせるからだ。銀行は、現金シフトを警戒して、預金金利をマイナスにはしないだろうから、結果的にマイナス金利政策のしわ寄せを食ってしまう。

これは金融仲介機能に悪影響を与える。例えば、マイナス金利導入によって長期金利が下がり、個人向けの住宅ローン金利は下がっても、銀行などはリスクテイク能力が低下してしまう分、信用リスクに敏感になって、融資基準を厳しくする可能性がある。つまり、住宅ローン融資の残高が増えないこともあり得る。低金利で資金需要曲線は上方シフトするが、その一方で収益悪化によって資金供給曲線は下方シフトする。結果的に、金利は低下して、貸出は量的に増えないこともある。

マイナス金利による所得移転

マイナス金利導入を決めたとき、日銀の黒田総裁は、銀行などの金融仲介機能への悪影響を考慮して、日銀当座預金に対するマイナス金利の適用が収益悪化につながらないように配慮すると述べていた。筆者は、この説明を額面通りには受け取れない。債券利回りが軒並み低下することは、金融機関の運用収入を悪化させることは避けられないとみるからだ。ならば、金融仲介機能への悪影響をも必至であろう。

問題を吟味するために、このマイナス金利政策は、誰から誰に対する所得移転になるのかを考えたい。

例えば、銀行が預金金利をマイナスにするのであれば、家計や企業が損失を受けて、その代わりに国債発行をする政府が利益を享受することになる。しかし、前述の通り、預金金利をマイナスにできないだろうから、金融機関が損失を受ける。そうすると、金融機関の利益が、政府に移転される結果を招くのであろう。

考え方によっては、金融機関は、財政再建によってメリットを受けるという解釈もできる。政府債務の膨張が、金利負担分だけ軽減されることは、財政再建にプラスとみられる。国債消化が安定すれば、国債運用をしている金融機関は、受益と負担のうち、負担増だけではないとみることもできる。

ところが、短期的な財政運営では、当初予算よりも利払費が軽減された場合には、それが補正予算の財源に注ぎ込まれて、費消されることが多い。2015年度補正予算では、利払費が▲1.3兆円も軽減されたが、それを財源して、安倍政権が掲げる「一億総活躍社会」に絡んだ政策などが実行された。筆者は、ここ数年の補正予算の使途が必ずしも財政再建に貢献してこなかったことは、もっと議論されてしかるべきだと考えている。今後もそうしたスタンスが続くと、政府がメリットを享受するという図式でもなくなる。

金融抑圧を受けた金融機関が、積極運用をすればよいのか

国債運用で収益を上げにくくなった金融機関は、どうすればよいのか。黒田総裁は、日銀のマイナス金利導入が物価上昇率2%を達成するために必要な政策であると説明する。これを敷衍すると、マイナス金利導入で、日本のイールドカーブがマイナス方向にシフトすれば、日米金利差が拡大して、円安が促される。その円安効果が呼び水になり、物価上昇が進むという理屈なのだろう。

では、円安を見越して、金融機関は外貨運用をもっと積極化すれば、日本国債の運用悪化の穴埋めができるという理屈になるのだろうか。円安効果によって企業収益が拡大して、法人預金が増えるので、それを外貨運用に回せばよいのだろうか。

問題なのは、金融機関がリスクテイクできる許容度が、国債運用の悪化によって低下するので、追加的にリスクテイクがしにくい点である。自己資本の健全性を維持することを優先しなくてはいけない金融機関は、低金利に背中を押されて、過度のリスクテイクができない。金融抑圧は、わが国の金融セクターを弱体化させて、経済活動にもマイナスの影響を与えかねない点はもっと注意をした方がよい。本来、日本銀行には、信用秩序の維持という使命があるので、それを脅かすようなことにはもっと慎重であらねばならない。