

## 主な意見：割れた意見、マイナス金利

発表日：2016年2月8日（月）

～執行部は反対意見を押し切った～

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

2月8日に発表された日銀の「主な意見」は、1月のマイナス金利導入時の慎重な意見が多数出ていたことを明らかにするものだった。年初来の株価下落は、本当にマイナス金利の副作用を覚悟してでも実施するに足る決断だったのだろうか。執行部は、際どい票決で多数派を占めてマイナス金利を決めたが、その決定は必ずしも慎重意見の突きつけた問題を消化した上で行われたようには見えない。

### 続出した慎重意見

日銀の政策に関しては、決定会合終了後1週間を目途に、決定会合における「主な意見」を公表することになっている。マイナス金利を決定した2016年1月28・29日の決定会合から約1週間（6営業日後）の2月8日に、主な意見が発表された。すでに、公表文や総裁会見で明らかになっている内容もあるが、一方で新しい内容も多くみられる。そこで、マイナス金利の政策決定ではどんな意見が登場したのかを整理しておきたい。

まず、日銀の執行部が提示しているマイナス金利導入の理由としては、  
賛成意見（執行部の主張）：

- ①原油下落や新興国の先行き不安が背景となって、企業のコンフィデンスの改善や、人々のデフレマインドの転換の遅延を起こすリスクがあるので、その顕在化を未然に防ぐ。
- ②原油下落の影響などから2%程度の達成は、2017年度前半頃にずれ込む。  
それに伴って、金融機関収益への悪影響が考えられるので、
- ③短期国債などに現れる限界的な金利はマイナスにしつつも、金融機関の収益圧迫がないように配慮。  
とある。

上記のような執行部の提案が、執行部以外の6名の審議委員に投げかけられて、キャリアの短い2名は賛成したものの、よりキャリアの長い4名は反対票を投じた。すでに、1月29日の公表文に記されている実名入り意見と、主な意見に登場してきた意見を列挙すると、次の通りになる。

白井委員：マイナス金利導入は、資産買入れの限界と誤解される。

石田委員：これ以上のイールドカーブの低下は効果が乏しい。

佐藤委員：マイナス金利導入ならば、マネタリーベース増加の縮小を併せて実施すべき。

木内委員：長期国債の買入れを不安定化させる。

主な意見：すでにマイナス金利を採用する他國中銀とのマイナス金利競争に陥る懸念。

主な意見：金融機関の収益悪化などの問題があるため、危機時の対応策のみ妥当。

主な意見：経済・物価基調は悪化しておらず、追加緩和は正当化できない。

筆者の印象では、反対した4名の意見はもったもな内容に感じられる。しかし、執行部は、年初からの株価・為替・原油市況の変動をみて、現在のコンフィデンス（あるいはマインド）の悪化に歯止めをかけなくてはいけないと考えたのだろう。審議委員たちが投げかけた慎重意見は、執行部との対論を通じて消化させてはいない印象を受ける。これは、おそらくはマイナス金利の弊害・副作用について長い間議論を進めてきたという経緯が隠れている。

るのだろう。反対した 4 名は、以前はコンセンサスになっていた弊害・副作用の議論を、君子豹変した執行部にそのまま投げかけたのであろう。つまり、4 票の反対票は、執行部の豹変ぶりには着いていけなかったと推察される。もしも、交代した審議委員に、元の宮尾委員と森本委員が在籍していたならば、過去の議論との一貫性を意識して、執行部提案は賛成多数にならなかったと考えられる。

### 日銀が抱いた危機感について

執行部が、反対意見を押し切った構図は、極めて不安定である。年初来、マーケットが悪化していた状況は、金融政策の責任者である黒田総裁に強い危機感を与えた。日銀がここで何かしなくてはならないが、既存のツールにサプライズを演出する武器が乏しい。しかも、武器庫に残っているのは、もはや副作用の大きなマイナス金利しかない。そこで日銀は、決断を下すことになる。副作用にこだわってはいけいないという決断である。日銀が重視したのは、(1) マーケットに金融政策の限界をみせてはいけいないので行動する、という原則である。結果的に、(2) サプライズを起こして影響力を与えるために、副作用の大きさよりもマーケットへの心理的インパクトを重視した。そして、(3) 過去の議論との一貫性よりも、どれだけ効果が見込めそうかという可能性を手に入れる方がよいと考えたのだろう。

筆者は、伏線としては、2015 年 12 月の補完措置があったとみている。補完措置は、事務方が自信をもって執行部に提出して発信したにもかかわらず、ほとんど影響力を与えずに終わった。その教訓が、1 月に副作用を厭わずに、サプライズ重視の政策選択へと舵を切らせたと考えられる。

参考までに、12 月の補完措置では、どのような主な意見があったかを紹介しておこう。「今回の諸措置（補完措置）は追加緩和ではないが、資産買入れを一層円滑に進めることを可能とする」、「より円滑にイールドカーブ全体の金利低下を促していくことが適当である」などのコメントである。この意見は、マイナス金利導入と同じである。一方、「量的・質的金融緩和のもとで企業や家計のデフレマインドは転換してきている」は正反対である。

結局、従来の量的・質的金融緩和を補強するという意味合いにおいて、評価されなかった 12 月の補完措置と、今回のマイナス金利は同じ位置づけである。違いは、執行部の認識が、デフレマインドが転換してきていると順調な評価をしているときは、副作用の少ない補完措置を選択し、反対にデフレマインドが増長するリスクがあると、副作用を厭わずにマイナス金利を採用したところである。日銀は 2016 年の年初来のマーケットの悪化に極めて強い危機感を感じていたという理由が、マイナス金利導入の背後にあるということだ。

### 今後の金融政策への示唆

筆者にとって、反対票を投じた 4 名の意見に違和感はない。特に、我が意を得たりと思うのは、マイナス金利導入は「危機時の対応策としてのみ妥当で、現時点では温存すべきである」というコメントである。筆者は、日銀が追い詰められていることと、だからマイナス金利導入にまで緩和策がジャンプしてよいかどうか、という事情を峻別すべきだったと考える。経営悪化の企業が追い詰められていく教訓を読み物で読んだとき、同じような場面を見つけることがある。すなわち、状況変化に応じて下した選択した経営判断が、越えてはいけいない一線だったにもかかわらず、危機感に背中を押されて越えてしまい、後々で首が回らなくなるエピソードである。

今回のマイナス金利の導入は、年初のマーケットの下落をみて、日銀が副作用の大きさに目を瞑って実施した印象がある。副作用を事前に量ることが困難なときに、ついつい危機的心理が優越する格好である。

これから経済活動の様々な分野で、遠からず副作用論がより強まってくるだろう。そうすると、マイナス金利幅を追加的に拡大していく政策運営は、実施するとしても 1 回か、2 回に限られるだろう。マーケットの混乱がさらに続くかどうかは見通しづらいが、追加緩和の余地は少ないというのが筆者の見方である。

---

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。