

金融政策考：預金金利マイナスならば有効？ 発表日：2016年4月21日（木） ～インフレ予想を高める波及経路とは別物～

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

金融政策の有効性を巡って、「預金金利をマイナスにできればもっと効くの」という意見を聞くことがある。最初は、何を言っているのかわからずに戸惑ってしまう。落ち着いて考えると、その議論も、マイナス金利政策がインフレ予想を高めるという効果を発揮させるものではない。そもそも預金金利をマイナスにして企業の資金調達コストを引き下げても、自然利子率を引き上げられないという限界もある。

トリッキーなアイデア

マイナス金利政策を巡っては、未だに様々な議論が行われている。マイナス金利の正当性を強調する意見の中に、「預金金利をマイナスにできればもっと効くの」というものがある。これは、元本保証のある預金の利回りを0%未満に引き下げられないことを念頭に置いた見解である。銀行のバランスシートの中で、資産サイドの日銀当座預金と国債の利回りがマイナスになっても、負債サイドの大宗を占めている預金が0%よりも下がらなければ、銀行の総資金利鞘は圧迫される（図表）。つまり、貸出金利などの引き下げ余地も、銀行収益をマイナスにしない範囲に限定されるということである。

見識のある人々が、知的な準備体操として「預金金利をマイナスにできれば、マイナス金利政策は有効性が高まる」と述べているために、一般の人々は、このトリッキーな議論に戸惑ってしまい、本当にそれが正しい意見だと勘違いしてしまう。本稿では、そうした議論が正しくないことを説明してみたい。

(図表) 銀行のバランスシート

資産	負債
<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="margin-bottom: 5px;">▲0.1%</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">日銀預け金</div> <div style="margin-bottom: 5px;">▲0.1%</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">国債</div> <div style="margin-bottom: 5px;">▲0.1%</div> <div style="margin-bottom: 5px;">▲0.8%</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">貸出</div> </div>	<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="margin-bottom: 20px;">○ 0.0%</div> <div style="margin-bottom: 20px;">預金</div> <div>○ 自己資本</div> </div>

シフト

なぜ、マイナス金利政策が不人気か

今後、日銀がマイナス金利の幅を拡大していくほどに、銀行の利鞘に対しては、利鞘圧縮の圧力がかかってくるだろう。その理屈は、上記の預金金利が0%未満に下がらないことが原因である。また、今後、マイナス金利幅を広げていくと、銀行収益へのダメージもより大きくなっていくことから、銀行業界からの反発も高まっていくことが避けられなくなる。筆者のようにマイナス金利政策に批判的なエコノミストからも、銀行の経営基盤を脅かすような金融政策を推進しては、銀行がリスクを取れなくなって「元も子もない」と指弾される。

そうした批判を踏まえて、マイナス金利に賛成する人達からは、「預金金利をマイナスにできれば問題は起こらないのではないか」という意見が出てくる。その場合、私たちはこの問題をどう解釈すればよいのだろうか。

預金金利をマイナスにすればよいという発想は、銀行の利鞘圧縮が起こらなくて済むから、マイナス金利幅を拡大しながら、貸出金利もより大きく低下させられるという理屈に依拠している。日銀当座預金のマイナス金利幅の拡大をそのまま貸出金利の低下に直結させて、銀行収益への悪影響を避けることができるという理屈である。

確かに、貸出金利をより大きく引き下げることができれば、企業の資金調達コストは下がり、設備投資の増加が

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。

さらに見込める。住宅ローン金利の低下によって、住宅投資が一段と増加するという効果も大きくなる。

派生した議論として、預金金利のマイナス化のみならず、現金を排して小口決済はすべて電子マネーに換えて電子マネーの残高にもマイナス金利を適用すればよいという意見もある。ここまで来ると仮想現実の議論に思えるが、そうした極端な仮想は本当に正しいのだろうか。

マイナス金利はインフレ予想を高められない

マイナス金利付き量的・質的金融緩和が始まって、金融政策の波及効果に対する説明が変容したと考えられる。これまでは、マネタリーベース残高を増やすことが物価上昇を起こす、または物価上昇の予想を高めるとされた。後者の方は、特にインフレ予想を高める効果として、日銀が協調するところでもある。

では、マイナス金利付き量的・質的金融緩和は、本当にインフレ予想を高める効果を発揮するのであろうか。もしも、マイナス金利によって、期間の長い債券利回りをマイナス域まで押し下げて、内外金利差を拡大させることができれば、資金移動は国内から海外へとシフトし、それが円安効果を生み出すだろう。もしも、円安効果が物価上昇を促すことが明確に信じられていれば、インフレ予想は高まって経済主体の行動はインフレに対応したものに変わっていくだろう。金利差拡大→円安→インフレ予想、という経路である。

しかし、この波及経路が成り立たないとすれば、逆説的にマイナス金利政策は、インフレ予想を高める効果を発揮できない。米国経済の見方を巡って、ドル高からドル安への圧力が強いと、日本発の円安予想は弱まるであろう。「円安になるから物価上昇が起こる」というシナリオも、一定期間の輸入物価の上昇から物価全般への価格上昇に波及することが、必要な条件になる。2013年からの輸入物価の上昇は必ずしも、消費者物価を継続的な物価上昇に導くことはできなかった。ここでも、期待形成が連鎖する条件の断裂が起こっている。

元来、マイナス金利政策は、量の効果を通じて、物価を上昇させるリフレ的な原理とは異なったメカニズムである。むしろ、以前の金利の効果を拡張しようとする点で、従来型の効果を狙ったものと位置づけられる。ゆえに、リフレ政策ではない。

仮に、マイナス金利政策が、銀行貸出を増やす効果を持つとしても、そこで仮に預金金利をマイナスにして、インフレ予想を高められるかと言えば、それはできないことだろう。量的拡大が物価上昇を生み出すという教義とは別物である。リフレ政策に従来型の金利効果をつなぎ合わせても、あたかも木に竹を接いだようにいびつなものになる。結局は、金利効果でインフレ予想を高めることはできない。

資金調達コストを引き下げて増加する設備投資

ところで、企業の資金調達コストを引き下げることが、どこまで設備投資を増やす効果があるのだろうか。思考実験として、貸出金利が0%まで下がったとしよう。この状態は、クレジットリスクを考慮に入れても貸出金利が0%という非常に有利な資金調達環境である。そこで、企業は、無制限に資金を調達して設備投資を増やそうとするだろうか。

おそらく、採算性が0%の設備投資までは増やすことはあり得るだろうが、不採算の投資までは増やさないだろう。このことは、実物投資そのものの収益性と比較しながら、資金調達コストが引き下げられたことに反応して、企業が実物投資の実行を決定していることを暗示させる。資金調達コストが0%になると、そこで存在する採算性がプラスの設備投資案件が全部実行されるということになる。もうこれ以上設備投資が増えないという限界は、実物の世界で投資案件が存在するかどうか依存するということである。問題は、需要サイドではなく、サプライサイドにある。サプライサイド改革をしなくては、投資機会そのものを増やせないのである。

経済学の考え方では、実物の世界での投資収益率のことを自然利子率という。資金調達コスト（貨幣利子率）が

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。

0%になれば、自然利子率がプラスで見込める実物投資がすべて実行されるということである（物価上昇率=0%と仮定）。

これを裏返しに言えば、人為的に金利水準を引き下げても、実物投資の収益率を引き上げることはできず、今まで実行されなかった投資採算の低い実物投資を動かす力しかないということである。意地悪い表現を使うと、人為的に引き下げた金利水準が、自然な水準に戻れば、不採算になってしまうかもしれない効率性の劣った投資を実行させるに過ぎないと言える。中長期的にみて過剰資本ストックを増やし、資本効率が本当に引き上がるかどうかかわからないというのが、人為的な超低金利政策のリスクである。

まとめると、規制緩和を推進して、効率性の高い実物投資の案件を増やすという努力なしに、中長期的な資本効率の上昇は得られないということになる。自然利子率はしばしば潜在成長率になぞらえられる。安倍政権の成長戦略は、潜在成長率を引き上げるような構想であり、そこに成功しなければ、いくらマイナス金利誘導で資金調達コストを引き下げても、持続的景気拡大は得られないということになる。