

## 追加緩和の難点

～次の一手にある副作用～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
首席エコノミスト 熊野 英生 (TEL:03-5221-5223)

2019年10月の消費税増税を予定通りに行うために、仮に政府が経済対策を追加するのならば、日銀も何らかの追加緩和を迫られるだろう。いつか通った道である。もはや有効なカードは倉庫に残っていない。マイナス金利貸出も、当座預金のマイナス金利も副作用が大きく、苦しい選択である。

### 追加緩和の動機

何をするかではなく、何かをしなくてはいけなくなるから追加緩和をする。この原理が、過去20年間の日本銀行の金融政策を支配してきた。そして、今もその呪縛に急かされて、次も何かを迫られるだろう。

景気動向指数が悪化して、景気後退リスクがくすぶる中、次の日銀の一手は追加緩和だろうと思う人が増えてきた。金融政策の行方を心配する人々は、その誰もが黒田総裁らが正常化のタイミングを読み誤ったと思っている。2016年9月にイールドカーブ・コントロールを導入。これが国債買い入れの量的拡大を柔軟化させる。テーパリングの実質的スタートとなった。そして、2018年7月には長期金利の変動幅を広げる。2018年4月には黒田総裁が再任されたから、緩和修正をするのならば、2018年4月から9月までが最後のチャンスだったのだろう。後講釈だが、このチャンスを逸してしまったようだ。

今の日銀は、政府が何か経済対策を打とうとすれば、それに呼応して緩和に動かざるを得なくなっている。筆者は、政府が予定通りに2019年10月の消費税増税を実施することを基本にしつつ、追加の経済対策を打つ可能性があるとみている。消費税を予定通りに引き上げるために、日銀は景気対策に協力するだろう。これも、いつだったか通った道のりをもう一度繰り返すという筋書きである。

### 追加緩和をしてもほとんど効果はない

追加緩和策の手段として思い浮かぶのは、長短金利の引き下げである。現在、 $\Delta 0.1\%$ の短期金利をさらに深掘りする選択だ。例えば、長期金利は $0.2\%$ の上下動の変動幅を、再び $0.1\%$ に戻す。この対応は、企業や政府の資金調達コストを下げる点でプラスとなるが、その一方で銀行に対するマイナス金利の負担を増やす。短期国債がマイナス金利運用になるという点は、銀行など投資家から政府への所得移転となり、それが果たして緩和になるかという問題が残る。副作用として問題含みの対応となる。

まず、効果の方を確認すると、貸出金利はもう下げ余地がほとんどない。日銀の発表する貸出約定平均金利は、新規・短期のところで2018年中は $0.4\sim 0.6\%$ 台で推移している。これは、銀行の調達金利に信用スプレッドを乗せて考えて、もう下がりにくいということだろう。国債金利が低くなったせいで、社債のスプレッドはじりじり低下しているので、追加緩和によってさらに低下する可能性はあ

る。ただ、その低下幅が $\Delta 0.1 \sim \Delta 0.2\%$ ポイント下がったところで、企業の資金調達コストはそれほど軽減されない。

日銀の主要銀行貸出動向アンケートでは、資金需要判断D Iも、貸出運営スタンスD Iも、2013年の黒田緩和以降ほぼ横ばいである。日銀短観の方では、金融機関の貸出態度判断D I、資金繰り判断D Iは緩やかに「緩い」超、「楽である」超のポイントを拡大させている。こちらが黒田緩和の効果だとみることもできるが、むしろ、銀行の運用難による競争激化で、時間とともに企業が借りやすくなっているに過ぎないだろう。限界的に追加緩和が効くというよりも、銀行の運用を厳しくするだけだという理解ができる。

### 不動産貸出への傾斜

イールドカーブ・コントロールの効果は、長短金利を低位に抑えることで、できるだけ貸出を増やすことである。その効果は、確かに貸出残高を伸ばしている。黒田緩和の開始以降、銀行貸出は2～3%台で伸びた。その中で、不動産と個人向けの貸出は伸びが大きい。特に、不動産向けは、2013年の黒田緩和の開始から4%台の伸びになり、2018年のイールドカーブ・コントロールの下の方では5～7%台へとより伸びを高めている。個人向けの中身は、住宅ローンと消費者ローンが主である。つまり、不動産と個人が伸びるということは、巨大な緩和マネーが不動産市場に流れ込んだことを意味する。銀行がさらに貸出を増やそうとすると、どうしても定期収入が見込め、担保設定もしやすい不動産向けに偏ってしまう。銀行の設備資金・新規貸出（フロー）に占める不動産と個人（ほぼ住宅ローン）は併せて約6割を占めている。ここにきて、不動産事業者の不祥事が相次いでいることもあり、設備資金・新規貸出はマイナスの伸びに転じている（2017年9月～2018年12月）。それでも残高ベースで前年比5.3%（2018年12月末）と高いレベルを保っている。

経済理論の考え方を援用すると、中立金利（潜在成長率）よりも低い政策金利（実質値）を続けると、中長期の成長ペースからみて採算性の劣る事業案件が実行されることになる。そうした案件は、不況が来るとすぐに不採算になり、銀行に不良債権処理コストをかけさせる。不健全な融資が起りやすいということだ。不動産向けは、長期資金だから本来は景気変動を考慮して実行されるはずだが、すでに人為的な長期金利の押し下げが不健全な融資をつくってしまっている可能性は否定できない。

ここ数年の地価動向は、都市部の商業地を中心に上昇傾向である。日本不動産研究所の六大都市・商業地の市街地価格指数は、2018年9月末前年比8.1%も上昇している。こうした地価上昇が、不動産向け貸出を伸ばす要因とも言える（逆の因果も働いているだろうが）。仮に、2020年夏の東京五輪が終わって、そこで地価反落が起こると、銀行経営に思わぬ打撃が加わることが警戒される。

### マイナス金利貸出

次なる緩和策として、マイナス金利貸出が噂されている。現在、貸出支援基金を設けて、そこで0%の金利で日銀が銀行などに資金供給をしている。この適用金利を、当座預金のマイナス金利を深堀りすると同時にマイナスにする。すると、貸出支援のパワーアップが見込める。金利を下げて貸出増加という理屈は、量的拡大に発想を縛られたリフレの人々とは異なる点で、黒田総裁には受け入れやすいだろう。また、当座預金のマイナス金利適用が23兆円（2018年末）に対して、貸出支援基金は45兆円前後である。全体として、銀行収益の足を引っ張っていないという口実にもできる。

ただし、2つの問題が残る。ひとつは、日銀が公的資金（税金）を使うことが許されるかという問題である。このアイデアは以前から語られてきたのに今もって実施されていない。その理由は、日銀が民間銀行に利益（マイナス利息）を与えることが、税還付に似ていることに政府内で理解が得にくいことがあるだろう。政府は、蟻の一穴を恐れる。

もうひとつは、貸出支援によって、専ら不動産向けが伸びることを肯定的に評価できるかという問題である。貸出は増加してほしいが、不動産向けに回る貸出増加は「ほどほどが良い」ということは言いにくいだろう。不動産向けへの過大な傾斜の方は、検査のようなプルーデンス・ポリシーでしっかりと行い、日銀は貸出全体を伸ばすという考え方もできる。荒技として、不動産向けを除いて、貸出増加支援を行うというルールにするという案もあろう。

追加緩和を大きく演出するマイナス金利貸出のアイデアにはいくつかの課題が伴う。また、根本的な問題として、2019 年内に追加緩和をすると、出口までの距離がもう数年間遅れるという問題もある。巨大緩和の出口がないこと自体が最大の副作用と言えるだろう。