

マイナス金利の意味と金融政策の課題

金属労協政策企画局長／浅井 茂利

2016年1月に導入された日銀の「マイナス金利」の評判が、あまり芳しくないようです。しかしながら、新聞の批判記事などを見ると、マイナス金利の本当の意味がよく理解されておらず、「マイナス金利」という言葉のイメージだけで、語られているように見受けられます。ただしこれには、

マイナス金利の意味と金融政策の課題について、考えてみたいと思います。

金融政策には、 金利コントロールと 量的コントロールがある

今回のマイナス金利の意味を探っていく前に、金融政策の基本的な仕組みをまず整理してみましょう。中央銀行（日本では日銀）の金融政策の手法としては、金利コントロールと量的コントロールとがあります。

金属労協は、かねてより量的金融緩和を主張し、2013年から「量的・質的金融緩和」が実施されているわけですが、本稿では、消費者物価上昇率2%の目標がなかなか達成できない中で、マ

今回のマイナス金利の意味を探っていく前に、金融政策の基本的な仕組みをまず整理してみましょう。中央銀行（日本では日銀）の金融政策の手法としては、金利コントロールと量的コントロールとがあります。

かつて金融政策と言えば、公定歩合（中央銀行が民間銀行に資金を貸し出す際の金利）を動かすことでした。金利が規制されていたため、公定歩合を動かすと、預金金利も貸出金利もそれに連動して動いていたからです。公定歩合を下げれば、預金金利も貸出金利も下がって、預金は不利、借入は有利になるので、消費や投資が増加し、景気が回復するという仕組みです。ところが金融自由化が行われると、連動というほどの直接的な効果はなくなり、もっぱら中央銀行の意図を伝える「アナウンス効果」によって、民間の金利に影響を与えることとなります。

こうしたやり方を「非伝統的」という人もいますが、決してそんなことではなく、「買いオペ・売りオペ」として、高校生の教科書にも書いてある、ごくスタンダードな金融コントロールの手法です。

一方、量的コントロールというのは、日銀と銀行が国債の売買を行い、市中に流れる資金をコント

ロールするやり方です。金融緩和の場合は、日銀は銀行の保有する国債を買い入れて市中に資金を供給します。銀行は、資金を企業に貸し出し、企業はその資金で何かを購入するので、それを売った企業の収入となり、その企業の預金となって銀行に帰ってきますから、銀行は再びそれを貸し出すことができます。これが「預金の自己増殖メカニズム」であり、日銀の国債購入という量的コントロールが需要（名目GDP）の拡大に波及する経路です。

江戸時代の勘定奉行・荻原重秀と新井白石の、小判の品位（金の含有量）をめぐる対立は有名ですが、

荻原重秀は元禄時代の成長力に相応しい資金を供給するために、小判の品位を落としてその流通を増やしたわけで、結局、量的コントロールを行っていたということになります。日本経済の「失われた20年」も、物価というのは、簡単に

言えば「日本全体の資金÷モノやサービスの量」ですから、日本経済に相応しい資金供給が行われていなかったために、継続的な物価の下落であるデフレという現象が続いてきたわけです。日本では、

2001年に量的コントロールに転換し、その後、2006年にはふたたび金利コントロールを採用、2013年4月から「量的・質的金融緩和」の名で再び量的コントロールに戻ったという経過をたどっていますが、2006年から2013年までの間においても、現実の金融政策は、量的コントロールで行われていたのだろうと思います。金利コントロールを表面に出しつつ、量的コントロールを行ってあげば、金利では金融緩和しているのに、量的には金融引き締めという使い分けが可能と

なります。实体经济に影響を与えるのは、もちろん量的コントロールです。

ちなみに、日銀が銀行から買入れた国債の代金は、銀行が日銀に持っている当座預金（日銀当座預金）の口座に入金されます。今回のマイナス金利は、ここが重要なポイントとなります。

マイナス金利に対する誤解

2016年1月のマイナス金利導入は、2013年以降の「量的・質的金融緩和」がうまくいっていないので、量的コントロールから金利コントロールに戻ろうとするものだ、と考えている人が多いのではないかと思います。「量的・質的金融緩和」の効果が期待したレベルに達していないのは事実ですが、マイナス金利という仕組みが金利コントロールに戻ろうとするものであるかという点、これはまったく違うと思います。このあとで詳しく説明しますが、マイナス金利は量的コントロールがうまく動いていないネックとなつていくところを改善する仕組みであつて、「金利」という名はついてい

るけれど、あくまでも量的コントロールの一環です。

実は日銀自身が、「これまでの『量』と『質』に『マイナス金利』という金利面での緩和オプションを追加し」「金利全般により強い下押し圧力を加えていきます」と説明しているのです。こうした誤解は無理からぬところです。

しかしながら、いくら金利が下がっても、それだけではなかなか投資意欲が高まる状況ではありません。もし銀行の貸出金利がマイナスとなれば、おカネを借りた人はノーリスクで金利収入を得ることができます。マイナス金利が投資拡大を促す効果は、皆無ということになってしまいますが、もちろん、日銀がそんな制度設計をするはずがありませんし、そもそも持続可能ではありません。

筆者は、マイナス金利が实体经济に与える効果は、金利が低下して消費意欲、投資意欲が高まるという経路ではなく、銀行の資金が株式や外国債の購入に使用され、株価の上昇と円相場下落による景況感の好転が、消費や投資を動かすことになるのだろうと思えます。異論はあるかもしれませんが、結局、日本はものづくり立国・輸

出立国なので、円相場が下落すれば、内需産業も含めて全体の景況感が改善するのです。

日銀が、先述のような説明をしているのは、おそらく、*金融政策イコール金利コントロールと考える習慣がまだ残っているのです。金利で説明したほうが理解されやすい。

*国債を日銀に売却した銀行が株式や外国債を購入し、株価が上昇し、円相場が下落するというシナリオは、日銀としては、市場介入との批判を招く恐れがあるので説明しづらい。

マイナス金利の仕組みと意味

繰り返しになりますが、量的コントロールで金融緩和を行う場合、日銀が銀行から国債を買入れ、その代金を銀行が持っている日銀当座預金の口座に入金するわけですが、日銀当座預金というのは、本来、無利息です。民間企業も銀行に当座預金口座を持っていますが、これが無利息なのと同じです。

日銀当座預金というのは、日銀

と銀行との決済や、銀行間の決済のために使用される口座ですが、銀行の預金者からの引き出し請求に対する備え、という役割もあります。朝ドラ「あさが来た」では、預金者が引き出しを求めて銀行に押しかけるシーンがありました

が、そういった場合に備えるため、銀行は、預かっている預金の一部を日銀当座預金に預けることが義務付けられています（準備預金）。最小限義務付けられている部分を「法定準備」と言いますが、日銀当座預金残高の中で法定準備を超える部分のことを「超過準備」と言い、これについては、0・1%の利息が付くことになっているのです。

この0・1%の付利は、リーマンショック発生直後の2008年10月に導入されたものですが、制度導入の理由は、日銀の説明を読んでも納得感がありません。推測するところ、リーマンショックで金融緩和をしなければならぬ中で、その効果を打ち消すために、導入されたのではないかと思いません。金融不安が広がる中で超過準備に利息がつくと、銀行は当然のことながら、超過準備を増やそうとし、銀行から市中に流れるべき

資金が、日銀に止まってしまおうということになるわけです。つまり、①金融緩和のため、日銀が銀行から国債を買い入れる。

②代金が銀行の日銀当座預金口座に入金され、日銀当座預金残高が増加する。

③日銀当座預金は、本来は無利息なので、銀行はこれを引き出して、運用しなくてはならないが、超過準備には0・1%の利息が支払われるので、そのまましておく。

④従って、日銀が銀行から国債を買い入れても、その資金は市中に流れない。

ということになるわけです。金融緩和を打ち消すのなら、最初から金融緩和などしなければよいではないか、と思われるかもしれませんが、なにしる当時は10

0年に1度と言われた未曾有の金融危機です。1929年に始まった大恐慌は、金融危機が発生した際、アメリカの中央銀行である連邦準備制度理事会が金融緩和をしなかったことに起因しているの

国よりも大きなものとなりましたが、これは、日銀の金融緩和がアメリカやユーロ圏に比べて小さかったことに加え、超過準備への付利という仕組みの導入が、影響していた可能性もあります。

超過準備への付利は、当初は「臨時の措置」として導入されました

が、2009年10月、「当分の間延長する」ことが決定され、今日に至っています。運用難の時代に、確実に0・1%の利息が付くので

すから、超過準備はまさにうなぎのぼりで、リーマンショック前の2007年平均の残高はわずか3613億円だったのが、2008年には6900億円、2009年4・5兆円、2010年7・4兆円、2011年18・4兆円、2012年24・8兆円、2013年61・6兆円、2014年124・0兆円、2015年には192・3兆円に達しています。法定準備に対する割合で見ても、2007年に

は、法定準備のわずか0・07倍でしたが、2015年には22倍にも達しています。ちなみに外国銀行は、実に448倍です。それだけ日本の国債を多く保有していたということだと思えますが、日銀がいくら外国銀行から国債を購入

しても、市中に資金を供給することにならないと言えるのではないのでしょうか。

超過準備は、とりわけ2013年以降、すさまじい増加となっています。これは、2013年4月

から量的・質的金融緩和が行われ、日銀が銀行から多額の国債を買い入れ、その代金を日銀当座預金に入金しているのが、超過準備となつてそのまま残り、市中に流れにくい状況となっているということだと思えます。たとえば2014年10月以降、日銀は長期国債

保有残高を年間約80兆円増加させるよう、国債を購入することにしてはいますが、2015年平均の超過準備は、2014年に比べ68兆円増加しています。年間80兆円のペースで資金供給を行っているのに、68兆円は日銀当座預金の口座の中に止まったままで、市中には12兆円しか流れていない、というわけです。

こうした状況を打開するためには、もともと「臨時の措置」、そのあと「当分の間」とされている超過準備への0・1%の付利という仕組みを、廃止すればよいわけです。2014年度の都市銀行・地域銀行の当期純利益が3・3兆

マイナス金利の意味と金融政策の課題

円なのに対し、超過準備は107兆円、従って0・1%の付利は1000億円にすぎませんので、銀行の収益への打撃も小さいと思います。しかしながら日銀は、これまで色々な理由をつけてこの仕組みを説明してきたわけですから、いままさら悪者にするとはできないのだろうと思います。

そこで導入されたのが、マイナス金利です。超過準備のうち、銀行がこれまで積み上げてきた部分については、引き続き0・1%の利息を付けるけれども、これ以上増やしたら、その部分については、逆に日銀が0・1%の金利をいただきますよ、というのが具体的なマイナス金利の仕組みです。結局、マイナス金利の本質は、「罰金」ということになります。銀行が、国債売却代金を日銀当座預金から引き出して、融資を拡大したり、株式や外国債に投資したりすれば結構ですが、そうした運用をしなければ、0・1%の罰金をもらいます、ということ。銀行

が手元に現金として持っている場合も、現金が大きく増加した場合には、その分を0・1%のマイナス金利の対象とすることになります。本当にマイナス金利が「金利」であるならば、自分の持っているおカネにはかからないはずですが、運用しないことに対する「罰金」だから、かかってくるのです。

金融政策の今後の課題

超過準備は2016年1月に223兆円だったのが、2月には225兆円と微増となっており、マイナス金利の効果が表れてきているのかどうかは、まだ判断できません。日銀は、市中金利が低下していることを成果として挙げていますが、それはわかりやすい説明であって、マイナス金利本来の目的に沿った説明ではないだろうと思います。そして気になるのは、マイナス金利導入を受けて、日銀の国債購入の手綱が少し緩んでいるのではないか、という点です。

日銀は本稿執筆時点で、量的金融コントロールの操作目標として、*長期国債の買入額は、毎月8〜12兆円程度。

*長期国債保有残高の増加ペースは、年間約80兆円。

を掲げています。月ごとにばらつきがあるのは当然ですが、買入額や保有残高の増加ペースが継続的に減少していると、問題が生じてくることは否定できません。

2014年夏から年末にかけて、景気はやや悪化しました。これは一般的には、2014年4月の消費税率引き上げの影響ということになっていのですが、消費税率引き上げ直後に景気は一時悪化したものの、その後は5、6、7月と回復傾向になっていましたので、8月以降の景気落ち込みを消費税率引き上げのせいにするのは、どうも納得感がありません。筆者

は、消費税率引き上げの前後から2014年の夏にかけて、買入額や保有残高の増加ペースが継続的に縮小したことが、景気落ち込みの原因ではないかと推測しています。継続的に縮小させた理由としては、消費税率引き上げに備えて買入額や保有残高の増加ペースを拡大させていたので、引き上げ後

はやや縮小させた、ということが考えられます。このときは、10月末に量的・質的金融緩和の強化を行うと、景気は直ちに回復してしま

す。もうひとつ、2016年明け以降、株価が急落し、円相場も上昇していますが、これも2015年10〜12月期に買入額や増加ペースが縮小したことが原因ではないか、と考えられます。この時は、12月のアメリカの利上げを想定し、アメリカが利上げ、日本が金融緩和では、円安が行き過ぎてしまうので、日本も金融緩和の度合いをやや絞ったということは、十分に考えられると思います。

2016年1月には、長期国債買入額や保有残高の増加ペースが拡大されましたが、2月には再び縮小しています。もしマイナス金利の導入で安心してしまっているのであれば、危ういと言わざるを得ません。岩田規久男日銀副総裁は、その著書の中で、量的金融緩和では、「絶対量も重要であるが、その増加する勢いがいっそう重要である」と書かれています。長期国債買入額や保有残高の増加ペースの縮小は、十分慎重にしてい