

## 通貨の本質論を踏まえた、「マイナス金利政策」の 効果・影響の検討

研究期間 平成 28 年度～平成 29 年度

研究代表者名 石田 和彦

### 1. はじめに

日本経済の長期不況・デフレが続く中で、日本銀行はそれへの対応策として、様々な「非伝統的金融政策」（ゼロ金利、量的緩和、マイナス金利、等）を実施してきたが、その中でも特に異例の政策となった「マイナス金利政策」（2016 年 1 月の金融政策決定会合で決定、同 2 月より実施）に関して、①その効果波及経路を、通貨の本質論（預金通貨を中心とした通貨システム）まで遡って理論的・批判的に再検討すること、②実際の政策効果を多様な側面から実証的に検証すること、が本研究の最終的な目的である。但し、本研究遂行過程で、日本銀行は追加的な政策レジーム変更を行い、短期金利のマイナスは維持したまま 2016 年 9 月に「長短金利操作政策」を導入した。さらに、2016 年 1 月のマイナス金利政策導入時には、年間約 80 兆円程度とされていた国債買入についても、「長短金利操作政策」とは次第に両立しなくなり、実質的な方針変更が繰り返されている。このような状況の下で、マイナス金利政策や中央銀行による長期金利の操作可能性やその副作用、実際の効果等に関しては、それを実際に確認するためのデータの蓄積がまだ不足しているため、学界等においても評価は定まっていない。

### 2. マイナス金利政策の効果波及経路：先行研究

マイナス金利政策の効果波及経路に関しては、日本金融学会・2016 年度秋季大会での中央銀行パネルに提出された一連の論文（その後、加筆修正の上、櫻川<2017>、本多<2017>、竹田<2017>）、岩田・左三川・日本経済研究センター（2016）、また日本銀行関係者によるものとしては、宮尾（2016）、早川（2016）、翁（2017）等が、それ以前の「量的・質的金融緩和政策」（以下 QQE）と併せて、既に、様々な角度から理論的・実証的検討を行っている。これら文献の多くは、一部にマイナス金利が金融機関に与える副作用等を指摘しつつも、マイナス金利政策自体は、理論的に明確な効果波及経路を持つものと考えているように見受けられた。

確かに、標準的な経済学・金融論に従えば、短期金利がマイナスになり、それがあつ程度の長期に亘り持続するものと期待されれば、いわゆる「金利の期間構造の期待理論」によつて長期金利も低下する。長期金利の低下は、設備投資等の実体経済活動に効果を及ぼすので、マイナス金利政策が理論的に明確な効果波及経路はもつことは、なんら疑問の余地がないように思われる。また、いわゆる「資産市場の一般均衡モデル」でも「政策的に固定される金利」（貨幣の金利）にマイナスを投入すれば、金利裁定の結果として他の金利にも影響が及ぶので、債券金利や貸出金利の低下が生ずる。この点は、マネタリーベースの増加を主な政策手段とした QQE の理論的な効果波及経路に関し、その存否自体からして意見が分かれている（極端に否定的な議論では、期待を通じる効果<いわゆる「偽薬効果」>しかないとされる）のと対照的である。

しかし、最近では、必ずしも学術的研究書ではないが、野口（2017）、木内（2017）、高田（2017）等が、政策の副作用の大きさを指摘し、さらに政策からの「出口」やその際に生じ得る大きな問題についての議論を行っている。こうした論調の拡大と、物価安定目標達成時期の度重なる延期という現実の中で、マイナス金利政策の効果自体についても、懐疑的な見方も増加している。

### 3. マイナス金利と預金通貨

ところで、これら先行研究が、ごく一部を除き、明確に意識していないのは、政策的にマイナス金利が適用されるのは、銀行部門が日本銀行に保有する当座預金（経済学・金融論の用語では、通常、準備預金<reserve>と呼ばれる）の一部であり、そのため、直ちにマイナス金利政策の効果が及ぶのは、銀行間での日銀当座預金の貸借市場であるコール市場に限られるという点である。

上述した「金利の期間構造の期待理論」にしても、「資産市場の一般均衡モデル」にしても、前提は、全ての市場間で金利裁定取引が行われることであり、その結果として、マイナス金利政策の効果が広範な金利に波及し、実体経済活動に影響を与える。実際、学界関係者の論文等では、理論モデル構築にあたり、マイナス金利政策を、単純に「貨幣の金利がマイナス」という条件に置き換えているものすらある。しかし、マイナス金利政策の効果波及の出発点であるコール市場には基本的に銀行しか参加せず、もし、銀行がコール市場金利のマイナスの下でも、その行動を大きくは変えないとすれば、その先の裁定は生ぜず、効果の波及は限定されたものになってしまうはずである。

ここで重要なことは、現代の貨幣経済において「貨幣」として用いられるのは、主と

して「銀行預金（預金通貨）」であり、それは、銀行貸出によってのみ創出されるという点である。預金通貨は大半の場合、手形・小切手、振込・振替、自動引落とし等の形でそのまま「貨幣」として使用され、銀行は、これら取引の銀行間での決済を日銀当座預金を用いて行う。ただし、預金の一部は、少額決済の際の利便性、（銀行の倒産リスクに対する）安全性、時に匿名性等の理由で銀行部門から引出されて「現金」（主に銀行券）になる。

例えば、マイナス金利政策の結果、銀行が貸出を増加させようとするれば、その結果として預金も増加する。しかし、預金金利は原則としてマイナスにはなれないので、貸出金利だけが低下すれば銀行収益は却って減少することになり、銀行はマイナス金利の下でも、貸出金利の引下げや貸出の増加には慎重になる可能性が高い。銀行行動が変化しなければ、理論モデルで想定されるような金利裁定取引の連鎖は、出発点でブロックされてしまい、マイナス金利政策の効果波及も止まってしまう。

預金金利がマイナスになれないのは、預金者には、預金に代えて現金を保有するという選択肢がある（現金の金利はゼロ）ため、預金を保有しているとその残高が減少していくということになれば、上述のような特別な理由がなくとも、目減りしない現金を保有するのが当然の選択であろう。この点は、上記の資産市場の一般均衡モデルの枠組み内でも、すべての貨幣が現金で保有される（極端なケースとしては、銀行も、マイナス金利の日銀当座預金の保有を止め、銀行間決済も全て現金で行うことも考え得る）とすれば、貨幣の金利はゼロのままであり、政策の効果波及経路は消失する。なお、このことは、今後マイナス金利政策の一層の拡大（金利のマイナス幅の拡大）には自ずと限界があることも示唆している。

#### 4. マイナス金利政策の実際の効果

「マイナス金利政策」の導入を受けて、コール市場金利は、その実際の適用日（2月16日）以降、直ちにマイナスに転化した。さらに、国債流通市場の金利も、ほぼ同時にマイナスに転化した。このことは、一見、上述したような金利裁定のメカニズムが働いて、マイナス金利政策の効果が直ちに長期金利にも及んだように考えられがちであるが、実際にはそうではない。QQE で日本銀行が大量の国債購入を続ける中での国債流通市場は、むしろ、参加者が銀行を中心とした一部の金融機関に限られる、いわば「特殊な市場」であり、むしろ、コール市場と同様の銀行間市場（コール市場の密接な代替物）と考えた方が適切である。

そこで、裁定取引の出発点になる銀行の貸出行動が、マイナス金利政策導入によりどの程度変化したかをいくつかのデータから確認すると、まず、企業向け貸出の一種の基準金利とされるプライムレートは、「マイナス金利政策」導入後の国債金利の低下を反映して長期プライムレートが僅かに引き下げられた（2015/9/10 日 1.10%→2016/2/10 日 1.00%→3/10 日 0.95%→7/8 日 0.90%）が、その後は、長期金利目標の導入等により再び上昇（2017/7/11 日 1.00%）し現在に至っている。この間、短期プライムレートには変化がない。企業が実際に金融機関から借入れる際には、必ずしもプライムレートが適用される訳ではなく、金利はあくまでも個別案件により異なるが、企業等が実際に借入れた金利の平均である「貸出約定平均金利」の推移をみても、金融緩和に伴う長期的な低下傾向は続いているが、マイナス金利政策導入から約 2 年を経ても、低下が加速している訳では必ずしもない。このように、企業が直面する貸出金利の低下が限定的なものに止まっているとみられるため、企業の借入意欲増大→銀行貸出残高の増加、という、期待される政策効果の発現も、明確には確認できない。銀行貸出残高の前年比は、長短金利操作導入後の 2016 年後半～2017 年前半にかけては、上昇し始めたように見えたが、その後、再び低下しており、安定的な政策効果とは言えないように窺われる。

#### 5. マイナス金利政策に関連するいくつかの付随的な研究課題

預金金利が基本的にはマイナスになれない以上、マイナス金利政策が効果を発現し、貸出金利低下→貸出増加が大規模に生ずれば、銀行の利ザヤは圧迫され、銀行収益の減少が問題になる。銀行収益の減少が銀行にとって大きな問題となれば、銀行は、貸出の増加を抑えるようになり、政策効果は発現しにくくなる。「金融市場の金利はマイナスになっても、預金金利の下限は依然としてゼロ」ということを前提に考えれば、マイナス金利政策はそもそも理念的に一種の矛盾を孕んだ政策であり、その効果と副作用は銀行経営に関する分析を考慮に入れなければ、評価できない。しかし、この面でも、まだデータは不足しており、今後の課題である。

特に、地域金融機関（地銀等）は、わが国の金融構造上、「預貸率」（貸出残高/預金残高）が極めて低く、その差の多くをコール市場や国債市場で運用してきたため、コール市場金利のマイナス化や国債金利の低下は、地銀等の経営を直撃している。地域経済の健全な発展のためには、地域金融機関による地場企業の支援が不可欠であり、マイナス金利政策の副作用を地域の観点から検討していくことも、今後大きな研究課題

である。

なお、預金金利がマイナスになれない基本的な理由は、金利ゼロの現金の存在であり、その制限をなくすことが出来れば（現金に、マイナスの金利を付すことが出来れば）、マイナス金利政策の効果がより円滑に発揮されるとの議論がある。特に、最近流行の FinTech を用い、中央銀行自身が一種の仮想通貨を発行して現金を置き換えれば、それにマイナス金利を付すことが可能になるとの主張がある。技術的には確かに 1 つの可能性であろうが、本当にそのようなことが可能か、そもそも預金通貨と現金の関係も含めて、根源的な部分から、経済学的に検討する必要がある。

（参考文献）

- 岩田一政・日本経済研究センター編、『量的・質的金融緩和』、2014 年、日本経済新聞社
- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編、『マイナス金利政策—3 次元金融緩和の効果と限界』、2016 年、日本経済新聞社
- 岩村充、『中央銀行が終る日』、2016 年、新潮選書
- 翁邦雄、『経済の大転換と日本銀行』、2015 年、岩波書店
- 翁邦雄、『金利と経済』、2017 年、ダイヤモンド社
- 木内登英、『異次元緩和の真実』、2017 年、日本経済新聞社
- 竹田陽介、「マイナス金利政策の法的規制理論」、『金融経済研究第 39 号』、2017 年 3 月、日本金融学会
- 野口悠紀雄、『仮想通貨革命』、2014、日本経済新聞社
- 野口悠紀雄、『異次元緩和の終焉』、2017、日本経済新聞社
- 櫻川昌哉、「長期的な名目ゼロ金利の経済分析」、『金融経済研究第 39 号』、2017 年 3 月、日本金融学会
- 白井さゆり、『超金融緩和からの脱却』、2016 年、日本経済新聞社
- 日本経済研究センター編、『激論・マイナス金利政策』、2016 年、日本経済新聞社
- 高田創、『異次元緩和脱出——出口戦略のシミュレーション』、2017 年、日本経済新聞社
- 早川英男、『金融政策の「誤解」』、2016 年、慶應義塾大学出版会
- 本多佑三、「マイナス金利政策の効果」、『金融経済研究第 39 号』、2017 年 3 月、日本

金融学会

宮尾龍蔵、『非伝統的金融政策』、2016 年、有斐閣