

マイナス金利政策を導入する必要があったのか ～必要なのは「デフレ脱却論」からの脱却～

Was adopting a negative interest rate policy necessary? We need to escape from the discussion on escaping deflation

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入され、日銀当座預金の一部にマイナス金利が適用されるようになった。これを受けて国債利回りは一段と低下して10年の利回りまでマイナス領域に入ると同時に、期間の長い金利ほど大きく低下し、イールドカーブのフラット化が進んだ。マイナス金利政策の効果が大きい出ているところだが、政策の評判は芳しくない。

まず、日銀当座預金残高を拡大させるという量の目標を掲げながら、同時に、その当座預金残高にマイナス金利を適用するというのは無理がある。また、金融取引の場でも想定外のマイナス金利によって、金融仲介機能や決済機能の円滑な発揮に問題が生じているようだ。さらに、将来に備えて資産を形成していくために必要な、安定的な資産運用先が乏しくなってしまった。

そもそもマイナス金利政策を導入する必要があったのだろうか。デフレを脱却するために非伝統的な金融政策がとられ、ついにマイナス金利政策にまで行きついた。しかし、物価が2%上昇すると日本経済が元気になるというわけではない。それどころか、実質所得が伸び悩んで、個人消費が下振れしてしまうことが懸念されている。だから、消費増税を延期しようなどという意見が出てくるのだ。

目指すべきは、デフレ脱却ではなく、物価が上がりも下がりもしない物価の安定ではないか。2%の物価目標という縛りがなくなれば、マイナス金利政策も量的・質的金融緩和政策も続ける必要がなくなってくる。必要なのは、マイナス金利政策ではなく、「デフレ脱却論」からの脱却だろう。



With the adoption of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate," a negative interest rate of -0.1% is being applied to some funds deposited in the Bank of Japan's current accounts. In response, yields of government bond have fallen further, with yields on bonds having maturities up to 10 years entering negative territory. At the same time, there has been a further flattening of the yield curve whereby the longer the maturity, the greater the decline in interest rates. The negative interest rate policy is having a marked effect but has not been well received. First, the Bank of Japan put forward a quantitative target of expanding the balance of funds outstanding in its current accounts—but simultaneously applying negative interest rates to these balances is at odds with the stated aim. Also, it appears that unanticipated negative interest rates in the financial markets are creating obstacles to the smooth operation of their financial intermediation and settlement functions. Further, a scarcity of stable investment options that are necessary to build assets for the future has emerged. Was the adoption of a negative interest rate policy necessary in the first place? Unconventional monetary policy was introduced to escape deflation, and has at last reached the stage of negative interest rates. However, the Japanese economy is not going to become healthy just because prices rise by 2%. Indeed, there are concerns that real incomes will stagnate and personal consumption will turn downward. Therefore, opinions such as those advocating postponement of the consumption tax hike are coming to the fore. What we should aim for is not an escape from deflation, but price stability such that prices neither rise nor fall. If we were not bound to the 2% inflation target, there would be no need to maintain the negative interest rate policy or the policy of quantitative and qualitative monetary easing. What we need is not a negative interest rate policy, but an escape from the discussion on escaping deflation.

はじめに

本年1月29日の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入は驚きをもって受け止められたのだが、その後の評判はあまり芳しくない。評判が良くない大きな理由のひとつは、一部で期待の強かった円安・株高の進展が見られず、逆方向にすら動いてしまったことだろう。もっとも、実際のところはともかく、公式には円高・株安のために新しい金融政策を導入したのではない。政策の評価であれば、金融政策としての妥当性といった別の次元で行うべきだろう。

導入を決めた政策決定会合では、執行部を中心とする賛成意見に対して、反対意見が続出し、採決も5対4の僅差での決定となった。政策導入後も、金融市場や金融取引の現場では混乱が生じ、活動が縮小する業務も出てきている。金融仲介機能が低下してしまうのでは日本経済にとってマイナスだ。この政策が意図したものと異なる効果が出てきているのではないか。

また、国債利回りが低下し、マイナス領域に入ってきたことが影響して、安定的な利回りを前提としている金融商品の運営が難しくなっているようだ。これでは高齢化が進むわが国において、将来に向けての資産形成ができなくなってしまい、先行きに対する不安を膨らませてしまうことになりかねない。

こうしたマイナス金利の導入がもたらす問題点についてはすでに活発な議論がなされている。それはそれで重要なことだ。しかし、マイナス金利を導入する理由となった2%の物価目標は果たして目指すべき目標なのか、あるいはその背後にあるデフレ脱却というアベノミクスのスローガンが日本経済の課題を解決してくれる切り札なのか、といったところまでは、残念ながら議論が広がってきていない。

本稿では、まず第1章で「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の内容を整理し、導入後の金融市場の動向を概観する。それを踏まえて、第2章ではマイナス金利政策の問題点を主に金融政策の観点から整理する。第3章

ではいろいろ問題があるマイナス金利政策をそもそも導入する必要があったのか、また、2%物価目標やデフレ脱却というスローガンが果たして妥当なのかという観点から考えてみる。そのうえで、第4章では極限状態まで来てしまった金融政策をこれからどうしたら良いのか検討してみる。

1 | マイナス金利政策の導入と金融市場

(1) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

(a) 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」とは

本年1月29日の金融政策決定会合において、日本銀行は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。といっても名前を聞いただけではどういう政策なのか分からない。日本銀行は、この政策をそれまでの異次元の金融緩和に代わる三次元の金融緩和だと言っている。「量」と「質」という二次元の金融緩和に、「金利」という次元が復活して加わり、三次元での金融緩和となったというわけだ。具体的には、

- ①「量」：マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う
- ②「質」：資産の買入れについては、以下の通りとする
 - 長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただしイールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする
 - ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う
 - CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する

と、「量」と「質」については、それまでの政策が維持されたが¹⁾、加えて、

- ③「金利」：マイナス金利を導入する
 - 金融機関が保有する日本銀行当座預金に-0.1%の

マイナス金利を適用することになった。

もっとも、マイナス金利が日銀当座預金残高全体に適用されるわけではない。日銀当座預金残高を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用することになった。3段階の階層構造とは以下の通りである。

①基礎残高(+0.1%を適用)

「量的・質的金融緩和」のもとで各金融機関が積み上げた既往の残高である。具体的には、2015年1月～12月積み期間における平均残高までの部分を、既往の残高に対応する部分として+0.1%を適用する。

②マクロ加算残高(ゼロ%を適用)

「所要準備額に相当する残高」と「貸出支援基金および被災地金融機関支援オペによる資金供給残高に対応する金額」の合計を当初の金額としてゼロ%を適用する。さらに、日銀当座預金残高が全体として増加することを勘案し、適宜のタイミングで「マクロ加算額(①基礎残高に掛目を掛けて算出)」を加算して、その金額にもゼロ%を適用する。

③政策金利残高(-0.1%を適用)

各金融機関の当座預金残高のうち、①基礎残高と②マクロ加算残高を上回る部分にマイナス金利(-0.1%)を適用する。

マイナス金利導入時点の日銀当座預金残高は260兆円程度だが、それぞれの階層の残高はどの程度か。まず、+0.1%が適用される①基礎残高は210兆円となり、この金額は今後も変わらない。次に、ゼロ%が適用される②マクロ加算残高と-0.1%が適用される③政策金利残高は、それぞれ40兆円、10兆円程度でスタートしたと想定できる。ただ、今後の規模は、日銀当座預金残高の増加ペースに加えて、「マクロ加算額」を日銀がどう増やしていくかによって変わってくる。

金融市場調節方針通りであれば、マネタリーベースが年間80兆円のペースで増えていくため、日銀当座預金残高も80兆円程度増加することになる。もし、日銀が

「マクロ加算額」をゼロとするならば、③政策金利残高が80兆円増えることになり、逆に、「マクロ加算額」を80兆円増やしていくとすれば、②マクロ加算残高が80兆円増えることになる。マクロ加算額をどうするかによって、この政策が金融市場や金融機関の経営に与える影響は大きく異なってくる。

-0.1%が適用される政策金利残高が80兆円増えるのであれば、金融市場での金利低下圧力は拡大する一方で、金利支払いによるコスト増加が金融機関の経営にマイナスに作用する。ゼロ%が適用されるマクロ加算残高が80兆円増えるのであれば、金融機関の経営に与える影響は軽減されるが、マイナス金利導入効果も限定的となる。

日銀としては、マイナス金利を導入したものの、それが金融機関の経営に与える影響にも注意を払っており、両者のバランスがとれるように、マクロ加算額で調整する余地を確保したものと考えられる。もっとも、金融政策決定会合後の発表文では「日銀当座預金残高が全体として増加することを勘案し、適宜のタイミングで「マクロ加算額」を加算していく」とあいまいな表現になっており、金融政策の透明性という観点からは問題がある²。ちなみに、その後発表された日銀の資料や幹部の発言、さらに政策決定会合の議事要旨に記載されている執行部の説明から推測すると、日銀当座預金残高の増加分は基本的にはマクロ加算残高で吸収し、政策金利残高は10兆円から30兆円程度で限定的に運営する方針のようだ³。

(b) 金融政策決定会合での議論

議事要旨によると、1月29日の政策決定会合では、執行部からは、政策対応を行う場合の選択肢として、

①「量的・質的金融緩和」の拡大(マネタリーベースの増加額及び資産買い入れの拡大)

②「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入という2つが提示されたが、①は議論された様子がなく、委員の議論は②に集中している⁴。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入に賛成する委員の意見としては、まず、多くの委員が、

- 「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、その導入が望ましい
- 「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じることが可能となる
- マイナス金利を導入することにより、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買い入れを継続することとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えることができる

ことを指摘した。また、個別の委員の意見として、

- 理論的には、同じ量であれば付利を引き下げた方がポートフォリオリバランス効果を高め、より強い効果がある
- マイナス金利については、欧州諸国の経験から、効果や実務的な問題についても適切に運営するだけの知見は集積されており、問題を小さくしながらより効果を高めることができる
- 日銀当座預金金利をマイナス化しつつ、大量の国債の買入れを円滑に実施できるかについて不確実性はあるが、執行部の提案は、欧州の事例を参考にしつつも、日本の事情に適合した工夫が施されており、問題をかなりの程度解消するものである

といった見解が述べられた。

これに対して、導入に反対する複数の委員は、

- 「量的・質的金融緩和」の補完措置の導入（2015年12月18日の金融政策決定会合で決定）直後のマイナス金利の導入が、かえって資産買入れの限界と受け止められる

という可能性を指摘した。また、個別の委員の意見として、

- 複雑な仕組みが混乱・不安を招くこと
- 今後、一段のマイナス金利引き下げへの期待を煽る催促相場に陥ること
- 金融機関や預金者の混乱・不安を高めること
- 2%の「物価安定の目標」への理解が乏しいもとで政策意図に関する誤解を増幅させること

への懸念が示されたほか、別の委員から、

- マイナス金利の導入とマネタリーベース増額目標の

維持は整合性に欠けること

- マイナス金利は市場機能や金融システムへの副作用が大きいこと
 - 海外中銀とのマイナス金利競争に陥る可能性があること
 - 日本銀行のみが最終的な国債の買い手となり、市場から財政ファイナンスと見做される惧れがあること
- への懸念も示された。さらに、

- マイナス金利の導入により、国債のイールドカーブを引き下げても、民間の調達金利の低下余地は限られ、設備投資の増加も期待しがたい
 - マイナス金利の導入は、国債買い入れ策の安定性を損ねたり、金融システムの不安定性を高めたりする問題があるため、危機時の対応策としてのみ妥当である
- といった意見も出ていた。

(2) マイナス金利導入後の金融市場

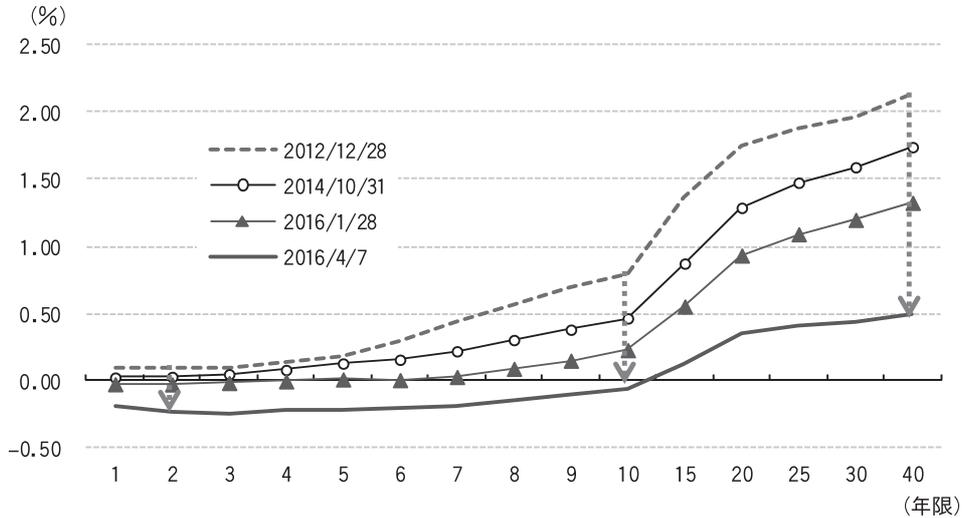
このように、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入については、さまざまな反対意見が出ており、採決も5対4という僅差となったわけだが、導入が決定された後の金融市場の状況はどうであっただろうか。

(a) 債券市場では金利が急低下

まず、国債利回り等の金利は低下している。日銀当座預金にマイナス金利が付与（2月16日以降）される前から、マイナス金利政策の導入が決まったことを受けて、日銀がいずれ高値で買い取ってくれるという期待のもと、国債を購入する動きが強まり金利は低下した。量的・質的金融緩和における国債の大量購入が続いてきたため、金利はそもそもかなり低下しており、短い期間の国債利回りはすでにマイナスとなっていたが、マイナス金利政策の導入決定を受けて、代表的な長期金利の指標である10年債の国債利回りもマイナス圏に突入した。債券市場において政策効果が大きく現れているのは間違いない（図表1）。

また、金利が低下すると同時に長い金利ほど低下幅が大きく、イールドカーブがフラットになっている。長期

図表1 金利は大きく低下し、イールドカーブはフラット化



注：2012年12月28日は安倍政権誕生直後、2014年10月31日は量的・質的金融緩和強化直後、
2016年1月28日はマイナス金利導入発表前日
出所：財務省「国債金利情報」

的に安定的な利回りで資産を運用するニーズを持っている投資家や金融機関にとっては、運用先が乏しくなっていることが深刻な問題であり、少しでも利回りが確保できる長期・超長期の国債を購入する意欲が高まっている。

(b) 金利が低下しても円安が進まない

しかし、金利が低下しても円安が進んでいるというわけではない。その理由は2つある。まず、日本の金利が低下する一方で、米国では景気の減速感が強まって追加引き締め観測が後退している。米国の追加利上げを織り込みながら円安・ドル高が進んでいただけに、その前提が崩れてしまうと日本の金利が低下しても円安が進みにくい。それどころか円高への戻りが出やすくなっている。

もっとも、米国の景気の減速が通常の循環的な動きであり、長期化しないとすると、いずれ景気反転の動きを受けて、追加引き締め観測が強まり、米国金利が上昇してくることも想定できる。その場合は、また円安圧力が高まってくるが、それは米国の事情によるものであり、日本のマイナス金利導入の影響とは言えないだろう。

さらに、経常収支の黒字が再び拡大していることも円高要因だ。2011年3月の東日本大震災を境に、貿易収支が赤字を計上するようになり、経常収支の黒字も急速に減少した。こうした国際収支の半世紀ぶりの構造変化

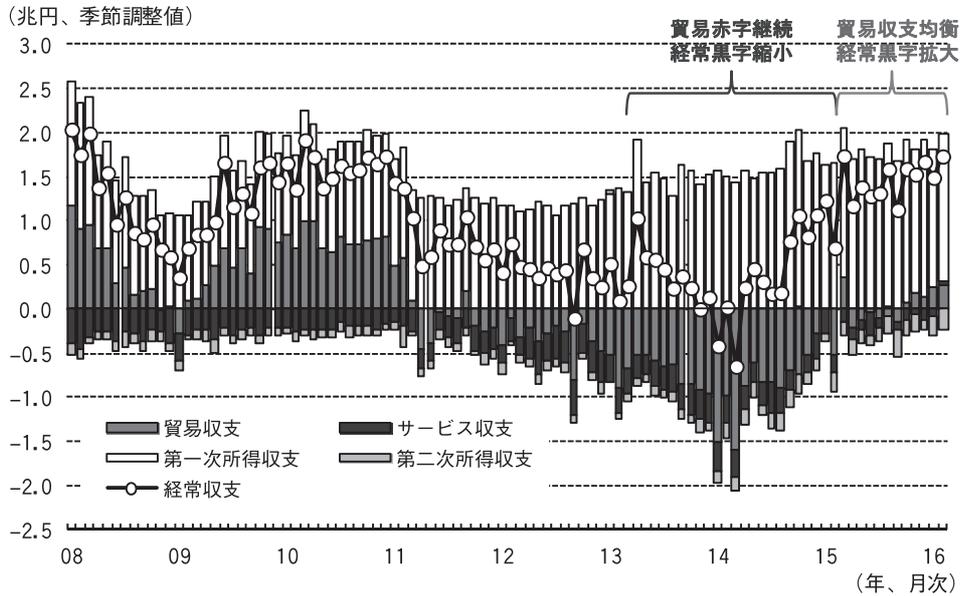
があったからこそ、日銀の金融緩和が円安をもたらすというシナリオが成り立った。しかし、最近は原油価格の下落の影響で、貿易収支はほぼ均衡し、黒字すら計上しており、経常収支の黒字が再び拡大するようになっていいる。経常黒字の拡大によって円高圧力が再び強まってきた結果、金利が低下しても円安は進みにくくなっている(図表2)。

(c) 株価が上がらない

仮に円安が進んでいいたとしても、株価が素直に上がったかというところでもないだろう。「円安・株高相場」という言われ方もするぐらいであり、円安が進むと株価は上がるという期待は根強い。しかし、長期的に見て株価を決めるのは、為替でも金融政策でもなく、現在および将来の企業の収益力である。株価の推移と企業の利益水準をグラフで比較してみるとかなり連動していることが分かる(図表3)。

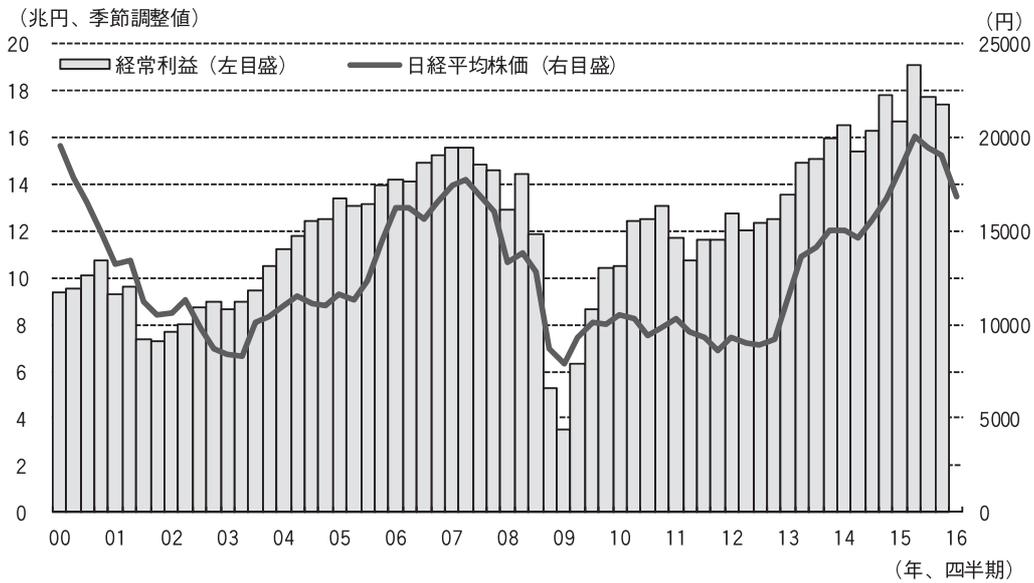
たしかに、円安が進めば輸出企業を中心に利益が拡大するので株価を上げる要因になり、短期的には「円安・株高相場」が実現する。ただ、それは企業収益に影響するその他の要因が変わらないという前提のもとにおいてだ。アベノミクスが登場した時に1ドル=80円であった円相場はその後半年程度で100円まで安くなった。と同時

図表2 経常収支の黒字拡大は円高要因



注：経常収支＝貿易収支＋サービス収支＋第一次所得収支＋第二次所得収支
出所：財務省「国際収支状況」

図表3 株価を決めるのは企業利益



注：経常利益は金融業、保険業を除く
出所：財務省「法人企業統計季報」、日本経済新聞社

に幸運にも日本の景気は底を打って回復していくタイミングであった。結果として、円安による輸出企業の利益拡大が株価の上昇に結びつきやすかった。

円安効果が一巡してきても、2014年後半からの原油価格の急落が日本企業の収益を下支えしてきたのだが、

15年中ごろから、中国をはじめとする世界経済の減速が日本企業の収益にマイナスに働くのではないかと懸念が広がり、株価の軟調、さらに16年初からの急落をもたらしている。残念ながら今は景気が回復していない。消費税率が引き上げられた14年4～6月期以降の経済

成長率は7四半期のうち4四半期がマイナス成長である。先行きも世界経済の減速懸念が続いている。冴えない景気を背景に企業収益全体に下振れ観測が広がっている状況では、円安が進んで輸出企業の収益が改善するからといって、株価が上昇すると期待するのは楽観的すぎる。

2 | マイナス金利政策の問題点

導入を決めた金融政策決定会合においてすでに多くの反対意見が出ていたことに加え、一部に期待のあった円安・株高が進まなかったということもあって、マイナス金利政策の評判はあまり良くない。一方で、2%の物価目標を達成させることを最大の目標としている日銀であるから、物価目標を達成する見込みが立たないうちは、政策金利（日銀当座預金への付利）のマイナス幅をさらに広げるといった、追加緩和策をとってくることは十分考えられる⁵。日本銀行のホームページを見ると、「教えて！日銀：5分で読めるマイナス金利」というコラムを作ったりする等、マイナス金利に対する理解を深めようとしている。

マイナス金利政策に円安や株高を期待したのはやや思い込みが過ぎたというところだが、金融政策としての仕組みやそのもたらす効果を考えてみても、この政策にはさまざまな問題点があるようだ。

(1) 政策のスキームが持つ問題点

(a) 金利と量を同時に政策目標にすることの問題

日銀は、マイナス金利政策の導入を、これまで続けてきた量的・質的金融緩和政策と異質なものではなく、それを強化・補完するものと位置付けている。それが、「量」・「質」・「金利」の三次元での金融緩和ということになる。量的（・質的）金融緩和もマイナス金利政策も、どちらも金利がゼロまで下がってこれ以上下げられない制約の中で考えられた政策という点では共通している。しかし、ターゲットが量と金利の間で行ったり来たりする変更は混乱をとまなう。

量的金融緩和政策は、当時の政策金利である無担保

コールレート（翌日物）がゼロ近傍まで下がり、名目金利はマイナスにできないという制約に直面する状況下で、金利政策に代わるものとして導入された。マネーと金利はコインの裏表の関係という認識のもと、マネーを拡大することが金融緩和効果を持つとされた。ここで、金融政策のターゲットが金利からマネーに変わった。

もっとも、マネーと言っても、日銀がコントロールできるのは日銀当座預金残高であって、世の中に出回っているマネーとは異なる。日銀当座預金残高が拡大するほど金融は緩和されるというロジックのもと、量的緩和政策が強化されてきたが、景気や物価に特段の影響を及ぼすこともなく、日銀当座預金残高だけがますます拡大することとなった⁶。しかし、借換債も含めた国債総発行額にほぼ相当する金額を日銀が市中から購入し、国債発行残高の3割程度を日銀が保有する状況になってくると、日銀による国債の買入れ目標を拡大することはもちろん、現行の買入れ規模を維持することも難しいのではとの見方が広がってきた。

こうした、金融政策の限界論を打ち消すべく、量のターゲットを維持したまま、金利というターゲットをマイナス金利として復活させたわけだ。もっとも、従来の無担保コールレート（翌日物）ではなく、日銀当座預金残高のうち政策金利残高に付与されるマイナス金利を政策金利としている。なぜ無担保コールレート（翌日物）を政策金利にしなかったのか。マイナス金利を導入することにより、イールドカーブの起点を下げて金利全体を低下させることを目指すのであれば、起点となる無担保コールレート（翌日物）をターゲットにしてマイナスにすべきだろう。しかし、日銀としては無担保コールレートを直接マイナスにする手段は持ち合わせていない。確実にマイナス金利にできる金利ということで、日銀が決定できる日銀当座預金の金利が政策金利となったのではないのか。

いずれにしても、「金利（無担保コールレート）」→「マネー（日銀当座預金残高）」→「マネー（日銀当座預金残高）と金利（政策金利残高への付利金利）」、というように金融政策のターゲットが変遷するのは問題だ。分かりに

くというだけでなく、日銀当座預金残高の拡大とマイナス金利の導入という2つの目標が相容れないという新たな問題を引き起こしてしまったからだ。

(b) 日銀当座預金の重層構造がもたらす混乱

プラス金利が適用される基礎残高、ゼロ金利が適用されるマクロ加算残高、マイナス金利が適用される政策金利残高、という日銀当座預金の三層構造は分かりにくい。これは、日銀当座預金残高の拡大とマイナス金利の導入という2つの目標を達成するための苦肉の策と言えよう。

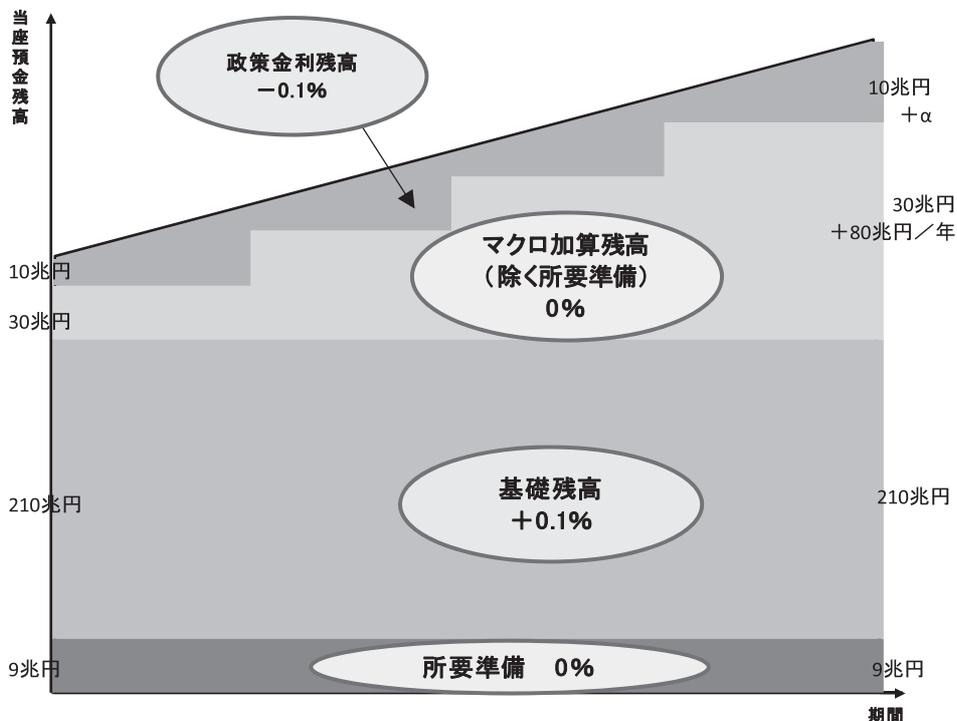
マイナス金利導入に際して、日銀当座預金残高の拡大というマネーの目標を放棄するのであればまだ分かりやすいが、それは難しい。日銀がこれまで推進してきた量的・質的金融緩和政策を否定することになるからだ。もっとも、マイナス金利が適用されるのであれば、日銀当座預金残高を拡大して日銀の目標達成に協力しようという

銀行はいなくなる。この2つの目標を同時に達成しようというのは無理がある話だ。

この矛盾をなんとか調整しようというのが日銀当座預金の三層構造だ。日銀は三層構造と言っているが、四層構造と言った方が良いかもしれない。ゼロ%が適用されるマクロ加算残高は、日銀当座預金に残高として積まなければいけない所要準備額とそれ以外の残高（「貸出支援基金および被災地金融機関支援オペによる資金供給残高に対応する金額」+「日銀当座預金残高が全体として増加していくことにもなって増加するマクロ加算額」）に分けて考えた方がよいからだ（図表4）。

日銀当座預金を積む銀行の視点に立てば、前者の所要準備額に見合う残高が第一層にあたる可言えよう。そもそも当座預金は決済専用の口座であり金利はゼロが基本である。日銀当座預金残高も本来はゼロ金利である。金利がつかないので、銀行も法律で定められた準備預金の

図表4 日銀当座預金の四層構造
マイナス金利の仕組み(イメージ図)



注：マクロ加算残高は当初40兆円（所要準備9兆円+貸出支援基金・被災地金融支援オペ30兆円）でスタートし、その後は当座預金残高増加ベース（現行80兆円/年）に合わせて引き上げることを想定。「所要準備」と「除く所要準備」に分けて表示。
出所：日本銀行資料より三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

規模以上に当座預金を積もうというインセンティブは働かない。日銀当座預金に残高として残るのは所要準備額のみであり、利息がつかない日銀当座預金に余分な残高を残さないというのが本来の姿である。

量的緩和政策が始まって、所要準備額を超える残高が日銀当座預金に残るようになった。金利がゼロのままでも、不良債権問題等なんらかの理由で金融市場からの資金調達に不安がある時に、手元の流動性を厚く確保しておくために日銀当座預金残高を拡大させるといった状況は起こりうる。しかし、通常は金利がゼロであれば、銀行サイドに日銀当座預金残高を拡大させようというインセンティブが働かない。そこで、本来はゼロであるはずの日銀当座預金に0.1%の金利をつけて残高の拡大が図られるようになってきた。こうして第二層ができ上がった。

日銀当座預金の二層構造のもとでは、日銀が国債を銀行から買入れ、銀行はそのお金を日銀当座預金に置いておく。銀行は国債の売却益が得られると同時にその後の安定的な利回りを確保できる一方で、日銀も目標通りにマネタリーベース（大半は日銀当座預金残高）を拡大させることができる。量的・質的金融緩和へと量的緩和が強化されていく中で、この第二層が日銀当座預金残高のほとんどを占めるようになった。

この二層構造に、マイナス金利政策が導入されると三層構造ができ上がる。この三層構造では、まずゼロ金利が適用される第一層の残高があり、第一層を超える部分にはプラス金利が適用される第二層がある。しかし、さらに第二層を超えると一転してマイナス金利が適用される第三層が現れる、という落差の激しい構造となってしまう、金融機関から見ると受け入れにくい。そこで、プラス金利とマイナス金利の間に、激変緩和のためのゼロ金利の層を入れ込んだ。マクロ加算残高のうち所要準備額を除く部分がこれにあたるのだが、結果としてこのゼロ金利が適用される残高が第三層となり、マイナス金利が適用される政策金利残高が第四層を形成するという複雑な構造になってしまった。

日銀は、すでに述べたように、この第三層の規模を動

かし、間接的に第四層の規模を調整する。それによって、マイナス金利を導入しても金融機関の経営に与えるダメージが大きくなりすぎないようにしながら、日銀当座預金残高を拡大させるという量の目標を達成しようとしている。いずれにしても、そうした調整を行わなければならないところにこの政策の問題がある。日銀当座預金残高にプラス金利が適用されるので、金融機関は国債の入札に積極的に応じて日銀当座預金を拡大していたのだ。たとえ少額であってもマイナス金利が適用されるのであれば、いくら高い値段で買ってもらえるからといって、日銀当座預金を拡大するインセンティブは働かない。ゼロ金利であれば、高く買ってもらえることを条件に入札に応じるであろうが、プラス金利が付与されるときに比べれば、積極的に対応するインセンティブは弱まる。

また、前述の通り、この調整は日銀の裁量に任されており、政策の透明性という点では問題がある。日銀も透明性向上に向けた試みを行ってはいる。たとえば、3月15日の金融政策決定会合では、マクロ加算残高の見直しについて、それまで「適宜のタイミングで見直す」としていたのを、「原則として3ヶ月毎に行う」と変更して多少具体性が増してきた⁷。

この3月の会合では、マクロ加算残高の運用に関連して、

- ① MRFの証券取引における決済機能に鑑み、MRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（2015年の受託残高を上限とする）を加える
- ② 金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、今後「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関については、増加額の2倍の金額を「マクロ加算残高」に加算する⁸

ことも決められた。決定内容に問題があるというわけではないが、①については決済機能を鑑みたときにマクロ加算残高の対象となるのはMRFだけで良いのか、②については既存の残高と今後拡大する残高の間でマクロ加算

残高の扱いに差があって良いのか、といった疑問がわいてくる。日銀の裁量で決まってしまうという点で、透明性の問題はまだ残っていると言えよう。

マイナス金利政策は政策の公平性という点でも問題がある。金融機関の業務の内容はさまざまであり、金融機関によってはマイナス金利が適用される政策金利残高がかなり大きくなってしまいうところもある。日銀は、3月15日に公表した参考資料でマイナス金利が適用される政策金利残高の規模について約10兆円(2月の積み期間における当初規模。日銀当座預金残高は260兆円と想定)というイメージを示しているが、同時に金融機関間でのばらつきがあるため、実際に適用される金額はこれより大きくなってしまおうとしていた。

実際、2月の積み期間の適用金利別当座預金残高(平残)は、23兆円となっている。業態別に見ると、信託銀行でマイナス金利の適用割合が高く、28兆円の日銀当座預金残高の35%に当たる10兆円にマイナス金利が適用されている⁹。一方、都市銀行は94兆円の日銀当座預金残高のうちマイナス金利が適用されるのは6千億円(日銀当座預金残高の0.7%)にすぎない。マイナス金利の導入が金融機関の経営に与える影響について、業態によって大きく差が出てくるというのは金融政策としては問題があろう。

(c) 日銀当座預金への付利が政策金利になり得るか

政策金利残高という名前をつけているからには、ここに付利されるマイナス金利を政策金利と位置付けていることになる。しかし、この金利を政策金利と称してしまっただけで良いのだろうか。日銀は、1月29日の金融政策決定会合後に公表した資料で「マイナス金利が当座預金残高の全体にかからなくても、限界的な増加部分にかかれば、新しい取引によって当座預金が増えることに伴うコストは-0.1%となるので、金融市場ではそれを前提として金利や相場形成がなされる」と説明している。だから政策金利なのだということだろう。

しかし、政策金利とは、その金利を動かすことによって世の中の金利全体が動いていく大元になる金利であ

る。かつては公定歩合が、そして90年代終わりごろには無担保コールレート(翌日物)が政策金利と位置付けられるようになった。前者は日本銀行が民間金融機関に貸出を行う際の金利であり、後者は金融機関同士で資金を融通するコール市場で資金を調達する際の金利である。どちらも金融機関が資金を調達する際の基準となる金利である。

政策金利は銀行にとっての調達金利の基準となるものだ。政策金利が動くことで同じく調達金利となる預金金利が連動して動き、さらに運用金利である貸出金利が動いていく。そして、金融緩和とは、政策金利を下げ、銀行の資金調達コストを下げ、それによって貸出金利の低下を促す政策だ。貸出金利が低下することによって企業や個人がお金を借りやすくなり、経済活動が活発になることが期待される。

繰り返しになるが、マイナス金利政策によって日銀がマイナスにする政策金利は金融機関が日銀に預けている日銀当座預金の金利だ。当座預金といっても量的金融緩和政策を進める過程で0.1%の金利が付与されるようになっており、銀行にとっては重要な資金の運用先だ。運用利回りがマイナスになることは銀行の収益を圧迫する要因になりこそすれ、資金調達コストを直接低下させるものではない。

もっとも、かつて政策金利であった無担保コールレート(翌日物)もマイナス領域まで低下している。新しい政策金利がマイナスになることが、調達金利である無担保コールレートをマイナスにするメカニズムは存在している。それは、先ほどマイナス金利政策の問題点として述べたように、金融機関によってマイナス金利が適用される政策金利残高に差があることと関係している。

-0.1%のマイナス金利が適用される政策金利残高を抱えてしまっているA銀行と、ゼロ金利が適用されるマクロ加算残高の枠にまだ余裕があるB銀行があったとしよう。この時A銀行は、0.05%の金利を払ってでも(すなわち-0.05%で)B銀行に貸し出しすることができれば、コストを半分に抑えることができる。一方、B銀行に

としては-0.05%で(すなわち0.05%の金利をもらって)借り入れて、それをゼロ金利で運用できれば、0.05%の鞘を抜くことができる。

こうして、コール市場でマイナス金利での取引が成立する中、預金金利や貸出金利も低下して金融緩和効果が生まれることになる。しかし、それでも、銀行にとっての運用利回りが最初に低下することに変わりはない。マイナス金利政策を金融緩和と呼んでしまっても良いのか疑問である。少なくとも、通常の金融緩和とは異なるものと考えるべきだろう。

(2) マイナス金利が持つ問題点

(a) マイナスになる金利とならない金利

すでに見たようにマイナス金利政策が導入されて、国債利回りのイールドカーブは期間の長いところを中心に大きく低下して、期間10年まで利回りはマイナスとなっている。預金金利や貸出金利にも低下の動きが出ているが、マイナスになることはないだろう。金利の中には、マイナスにできる金利もあれば、マイナスにできない、あるいはマイナスにするのが難しい金利もある。

すでに10年までの期間でマイナス領域に入っている国債利回りはマイナスにできる金利ということになる。利回りがマイナスになってしまうのであれば、誰も国債を購入しないはずだ。しかし、国債を持っていれば、いずれ日銀が損しないくらい高く買ってくれるという期待があるから購入する。つまり、マイナス金利を受け入れているように見えて、実際にはマイナスにはならないという想定のもと購入していることになる。そして、実際に高い価格で日銀が国債を購入してくれれば、さらに金利は低下することになる。逆に、思惑が外れて日銀が高値で購入しないということになれば、誰も利回りがマイナスとなる国債は購入しないのでマイナス金利は維持できなくなる。

国債利回りがマイナスになると言っても、国債のクーポンレート(表面利率)がマイナスになるわけではない。同様に銀行の預金金利や貸出金利はマイナスにできない、あるいはマイナスにするのは難しい。銀行がマイナ

スにすると決めれば、預金金利でも貸出金利でもマイナスにできる。ただ、実際にそんなことをすると現実の社会は混乱するだろう。預金を預けたら元本が減っていくのであれば、お金を預けようという人はいなくなる。それどころか既存の預金も流出してしまう恐れがある。

銀行で預かっている預金の管理コスト等の名目で手数料をとって、預金者から見ると実質的なマイナス金利が生じている状況を作り出すことはできる。預金の管理コストを手数料として取る国では、預金残高が少ないと事実上のマイナス金利となってしまうことは、かなり以前から起こっている。それでも手数料が預金の管理コストとして妥当な範囲に収まっていることが前提である。手数料の額が容認しがたいレベルになれば預金は流出していくだろう¹⁰。

貸出金利をマイナスにすることも難しい。預金金利がマイナスになれば、それより小幅なマイナス幅で貸し出すということは成り立ちうるが、前述の通り預金金利をマイナスにするというのはそもそも難しい。また、低すぎる金利を長く続けることがバブルを引き起こした経験は過去にもあるが、仮に貸出金利がマイナスになってしまうと、お金を借りたまま寝かしておけば利益が出るというおかしな世界が出現する。

マイナスにならないまでも金利がかなり低下していたので、限定的ながら事実上のマイナス金利が生じることはすでに起こっていた。たとえば、住宅ローン残高の1%に相当する金額が10年間にわたって税額控除される住宅ローン減税は、借入れ金利を1%下げる効果がある。元の借入金利が1%未満であれば、事実上のマイナス金利となっていた。もちろん貸出金利はプラスであり、マイナス金利政策ではないが、住宅ローン金利を借りる側から見ればマイナス金利を享受していたことになる。

しかし、貸出期間全体にわたって金利がマイナスになるわけではなく、また借入目的は住宅購入に限定されている。そもそも、税額控除の恩恵を享受できるほど税金を払っていないなければならない、といった制約条件はいろいろ付いてくる。しかも減税は恒久的ではなく、期間を

限定して実施されるものである。貸出金利を全般的にマイナスにしようという政策とは異なるものだ。

(b) 預金金利と貸出金利の下方硬直性

政策金利を起点として経済全体の金利がプラス領域で変化している間は、それぞれの金利は、政策金利を基準にして、期間、あるいはお金を受け入れる側の信用度といったさまざまな要素を反映しながら連動している。期間が長いほど金利は高くなる傾向があり、信用力が高い国債の利回りは低く、社債の利回りはそれより高く、さらに企業の信用力によって金利に差が出てくる。信用力が高い金融機関は預金を低い金利で集めることができ、それより高い金利でリスクのある先に貸し出すことになる。

しかし、一部の金利がマイナスになると、マイナスには下がらない預金金利や貸出金利との間でかい離が生じ、連動が働かなくなってくる。預金金利と貸出金利がゼロより下にさがらないという下方硬直性はさまざまな影響をもたらす。

まず、マイナス金利という言葉の響きから多くの人が漠然と抱いていた、預金をするとお金が減ってしまうのではないかという不安はあまり心配しなくていいということになる。冒頭で紹介した「教えて！日銀：5分で読めるマイナス金利」では、

「マイナス金利になると、私が銀行に預金しているお金も減ってしまうの？」

という質問に対して、

「マイナス金利といっても、銀行が日銀に預けているお金の一部をマイナスにするだけ。個人の預金は別の話です。」

と回答している。とりあえず預金が減ってしまうということは心配しなくても良いということだが、逆にマイナス金利が広がらないということは金利低下による金融緩和の効果はあまりないということでもある。預金金利が下がらないと、銀行の資金調達コストは下がらず、貸出金利を低下させる余地が広がってこない。

預金金利、貸出金利ともに低下余地は限られているが、

より低い水準に低下していた預金金利に比べて貸出金利の方がまだ低下余地が残っている。結果として貸出金利の方がより低下するので金融緩和効果はあるという見方もあるが、これは相対的な問題であって貸出金利も低下余地が限られていることに変わりはない。貸出金利が少し低下したからと言って資金需要が拡大する効果はほとんどないだろう。一方で、銀行経営の観点からは、利鞘が一段と縮小するので収益は厳しくなる。

(c) マイナス金利は想定外

金利低下による金融緩和効果はほとんど認められない一方で、銀行収益は圧迫されるとなると、銀行取引の拡大はあまり期待できそうにもない。そもそも、マイナス金利というのは、金融機関の経営においては想定されていなかった世界である。突然その想定外の世界が現実のものになってしまったので、さまざまなところで混乱が生じているようだ。

すでに述べたように、3月15日の金融政策決定会合で、MRFの受託残高に相当する金額を、MRF受託金融機関のマクロ加算残高に加算することが決まった。これは、MRFが証券取引において決済機能を担っていることを考えれば、政策金利残高としてマイナス金利を適用するのは適当ではないと判断したものである。見方を変えれば、マイナス金利政策の導入が、金融機関の決済機能の円滑な遂行に支障をきたす要因となっていたと考えられる。

コール市場の取引システムではマイナス金利が想定されていないことがあり、その場合システム上で処理できなくなる。手作業で対応しなければいけないとなると、大量の処理はできない。また、LIBORに連動して貸出金利を計算している場合、LIBORがマイナス領域に入っているので、計算上は貸出金利もマイナスになってしまうケースが出てきている。前述の通り貸出金利をマイナスにするというのはなかなか難しい。そこで、急遽「最低金利はゼロを下回らない」といった約定を入れたりしているようだ。

さらに、リスク管理の場でも想定外のマイナス金利に

直面して、リスク量の把握が難しくなっているという話も聞く。このようにさまざまな場で起きている混乱にどう対応するか金融の現場では頭を悩ましているが、それが円滑な金融取引を阻害し、金融仲介機能や決済機能の低下につながってくるとしたら問題だ。

コール市場の取引の推移を見ると、量的・質的金融緩和が続く中、日銀当座預金残高が拡大して、コール市場での資金のやり取りは低水準であったが、マイナス金利政策の導入で一段と取引が縮小している（図表5）。金利を下げさえすれば、あるいは日銀当座預金残高を増やささえすれば、金融取引が活性化するというわけではない。金利をマイナスにしてしまうと、活性化しないどころか、逆効果となることも考えないといけないのではないか。

(d) 安全・安定的な運用手段の蒸発

金利がマイナスになってまず困るのは年金生活者等預金に依存している世帯だろう。金利が低下してくる中で利息収入が減少している。生活に対する不安はずっと高まってきたはずだ。将来に備えた資産を形成するために安全で安定した運用先を求めている人たちにとっても困った状況となっている。特に長期的な運用をしようとしている人は困っている。

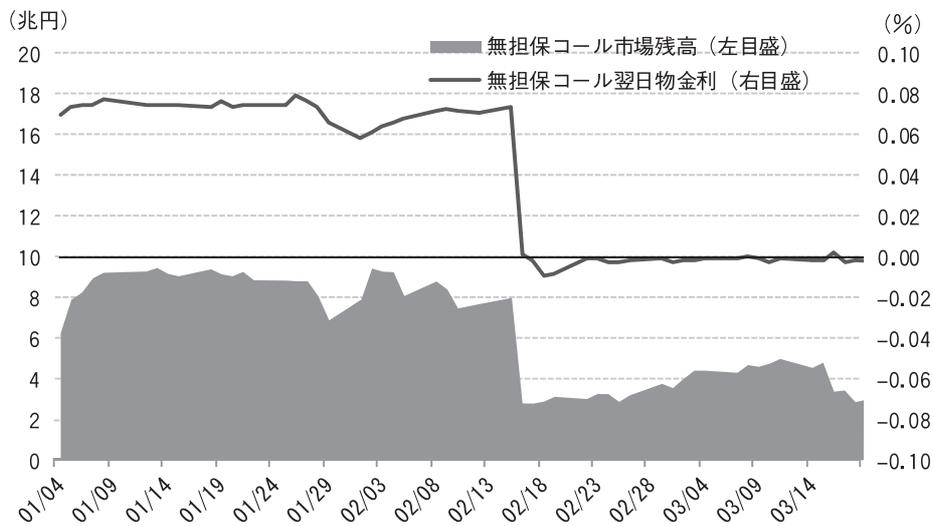
金利が長期的に低下を続ける中で、安全かつ安定的な

利回りを確保することが非常に難しくなってきた。将来に備えて資金を運用していく年金基金、生命保険、あるいは老後の資金を蓄えようと資産形成をする個人等は、金利がゼロに近づいてくる段階ですでに、運用益の減少に悩んでいたはずだ。金利がマイナスになってしまうと、年金、保険、資産形成といった安定運用を前提にした経済の仕組みそのものが機能しにくくなってしまわないか。

預金金利はマイナスにこそなっていないが、定期預金も含めて限りなくゼロに近づいており、貯蓄という意味での魅力はまったくないと言って良い。同じく安全で安定的な運用手段であるはずの公社債投資信託は新規の募集を停止している。また、貯蓄性の高い保険商品も同様に募集を停止するものが増えている。

マイナス金利の時代だからこそ、株や外国債等リスクをとって運用利回りを高めようなどと言われても、一般の人々にしてみれば困るだけだ。プロの資金運用者にとってさえ難しい世界だ。金利は低ければ、低いほどいいと言わんばかりに、昔から政治家は日銀に金融緩和の圧力をかけてきた。それは自民党政権の時も民主党政権の時も基本的には同じであったと言えよう。2012年終りのアベノミクス登場後はそうした流れがマイナス金

図表5 マイナス金利導入でコール市場は急縮小



出所：短資協会ホームページ

利という極限に至ったということではないか。

安定的な資産運用先を蒸発させてしまったということ
が、長期的に見たマイナス金利の最も大きな問題点と言
えよう。

3 | 2%の物価目標を掲げることの意義

(1) デフレ脱却と円安は政策目標として妥当なのか

マイナス金利政策を導入したことによって、金融市場
や金融取引の場においてさまざまな混乱や問題が生じて
いる。これが何か大事な政策目標を達成するために避け
られない副産物であるならば我慢しなければいけないか
もしれない。

アベノミクスはデフレ脱却と円安誘導を目指す政策で
あると考えるならば、マイナス金利導入によって、達成
すべき目標はデフレ脱却であり、円安誘導ということに
なる。それでは、デフレ脱却と円安は達成すべき目標
としてふさわしいのか。

(a) 円安でも輸出は伸びない

円安になれば、輸出が拡大して経済成長率が高まると
言われている。たしかに、輸出が拡大すれば、景気は良く
なり、成長率は高まる。しかし、円安になったからといっ
て輸出数量が増えるわけではない。たしかに、円安にな
れば円建てで見た輸出金額は、現地での販売価格を下げ
ない限り確実に増えて輸出企業の収益は改善する。アベ
ノミクス登場後はこの円安効果で輸出企業を中心に企業
収益が改善し、過去最高水準の経常利益を計上すること
となった。

それでも、輸出数量が増えないと景気は良くならない。
どうしたら輸出数量が増えるのか。それは円安になった
ことを受けて現地の販売価格を下げたときだ。もっとも、
販売価格を下げたからといってどれだけ販売（輸出）数
量が増えるかははっきりしない。需要の価格弾力性が低
ければ、価格を下げたのに販売数量はあまり増えずに、
売上高が減ってしまう可能性もある。円高の時に収益を
削りながらも現地の販売価格を据え置いて輸出数量を確
保した輸出企業であれば、円安になっても現地の販売価

格を下げずに、収益面での円安のメリットを享受しよう
というのは自然な行動と言えよう。円安になったからと
いって輸出数量が増えるわけではない。

(b) デフレを脱却しても経済は元気にならない

円安になれば物価が上昇し、デフレ脱却に一歩近づく
と言われている。たしかに、アベノミクス登場後円安が
進んだことで、消費者物価は輸入品価格を中心に上昇し
た。2%の物価目標には届かなかったが、2014年4月
に消費税率が5%から8%に引き上げられるころには、
前年比1%強の物価上昇率となっていた。そこに消費税
率引き上げの影響が加わって、消費者物価は一時3%強
のペースで上昇することとなった。しかし、皮肉なこと
に、景気動向指数(CI、一致)の動きを見ると、2014年
初めを境に低下に転じており、景気が後退に転じている
ように見える。少なくとも回復の動きは止まってしまっ
た。

消費増税による物価上昇は、物価の基調とは異なる
という解釈が一般的であろうが、物価が2%上がるとい
うことが重要だというのであれば、「金融緩和によって達成
された2%の物価上昇は良い物価上昇であって、消費増
税によって達成された2%の物価上昇は悪い物価上昇」
という説明は通らない。消費税率が毎年3%ポイント上
がっていけば、消費者物価は持続的に2%程度上がって
いくことになり、デフレは脱却できる。しかし、誰もそ
んな政策を採用しようとはしないだろう。間違いなく景
気が悪くなると思っているからだ。その直感は正しいだ
ろう。そうであれば、消費者物価が2%上がると、日本
経済は復活するという論調にも疑問がわいてくる。

(2) デフレ脱却の問題点

(a) 物価上昇は実質所得を下押し

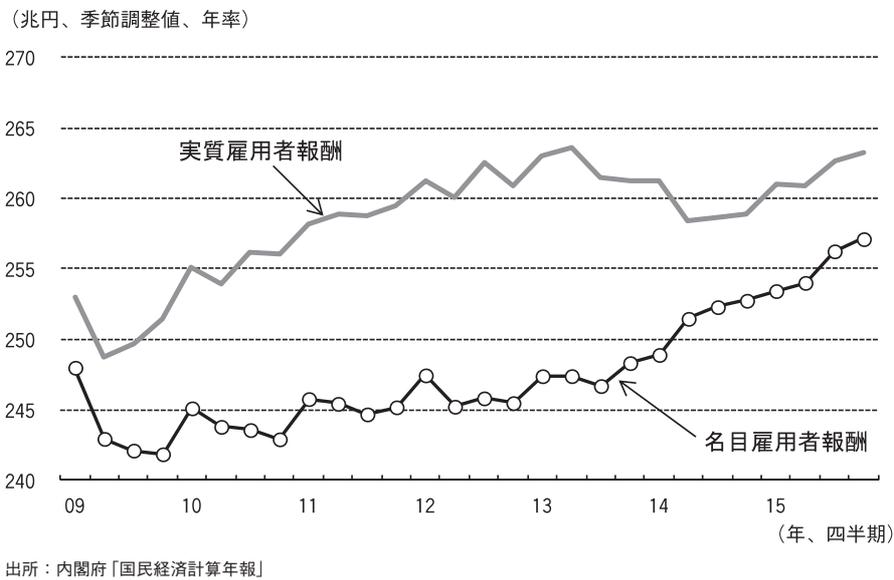
物価が上がると一番困るのは消費者だ、特に貯蓄を取
り崩して生活している人は、インフレによって実質金利
が低下するというよりもマイナス金利になってしまう。
また、報酬を得ている現役世代にとってもインフレは実
質所得を押し下げる要因となる。リーマンショック後の
落ち込みからの雇用者報酬の回復を名目と実質で比較し

てみると面白い(図表6)。名目の雇用者報酬は2009年の第4四半期を底に回復基調に入っているが、実質の雇用者報酬はそれより半年早い2009年の第2四半期に底打ちしている。推測するに、リーマンショック後の賃金カットの動きが落ち着いて賃金が下げ止まってくる中で、物価の下落を受けて実質の雇用者報酬は一足早く底打ちしたということだろう。

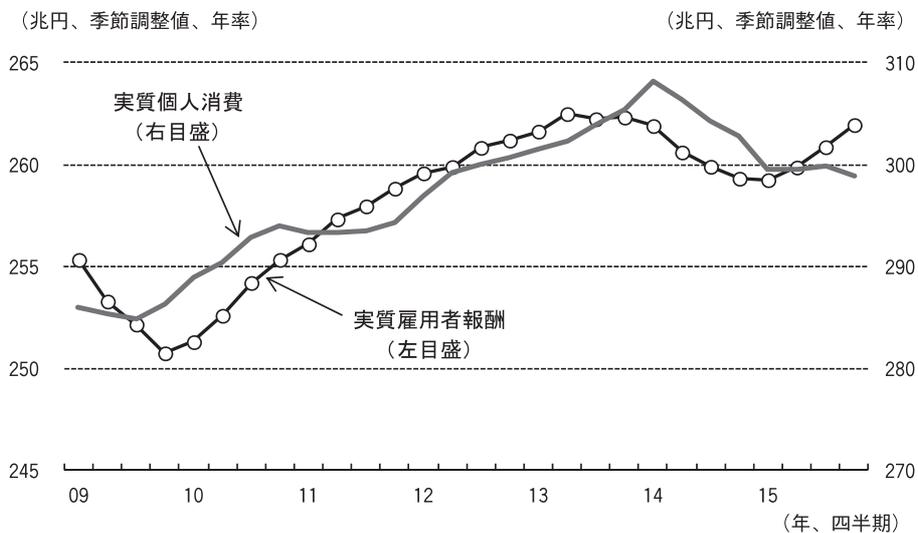
その後、名目の雇用者報酬の回復は緩やかであったが、

2014年以降は回復ペースが加速してくる。企業収益の改善、物価の上昇、そして政権からの賃上げ要請等が影響した可能性がある。しかし、実質の雇用者報酬の動きはこれとは対照的である。2013年の初めまでは比較的しっかりしたペースで増加していたが、2013年中ごろからは、名目の雇用者報酬の回復ペースが高まっているにもかかわらず、頭打ちとなっている。こうした実質雇用者報酬の伸び悩みが、実質個人消費の弱い動きをもた

図表6 物価が上昇すると実質雇用者報酬は伸び悩み



図表7 雇用者報酬の伸び悩みが消費の弱さをもたらす



らしているのではないか(図表7)。

名目と実質の動きの差を説明するのは、当然のことながら物価の動きだ。物価が下落する、あるいは安定していたころは実質雇用者報酬がしっかり伸びるが、2013年中ごろから物価が上昇し始めると、実質雇用者報酬は頭打ちとなり、消費増税による物価上昇によって大きく下押しされる。その後、原油価格の急落によって消費者物価の上昇が落ち着いてくると、実質雇用者報酬も持ち直してきているが、それでもここ2～3年の頭打ち傾向からは脱していない。

最近個人消費に元気がないのは2014年の消費増税の影響がまだ続いているからであり、デフレを脱却するまで10%への増税を延期すべきだとの意見も多い。たしかに、消費増税は実質所得を下押しするので個人消費にはマイナスに作用する。しかし、そうであれば物価が2%上昇しても同じことが起きるのではないか。ここ数年の個人消費の伸び悩みは、たしかに消費増税も影響しているが、同時に円安を起点とした物価の上昇も影響していると考えられる。

日銀は、原油価格の大幅下落によって、2%の物価目標を達成できなくなっていると主張している。しかし、そのお陰で個人消費が底割れすることなく推移している

のではないか。2%の物価目標を達成しているところで消費増税を行ったのであれば、実質雇用者報酬は4%押し下げられた計算となる。増税の影響が一巡した今でも雇用者報酬が2%押し下げられていることになる。名目賃金が多少上がっても物価上昇の影響で個人消費はかなり厳しい状況となっていたことだろう。

(b) 2%の物価目標は日本経済にとって過大

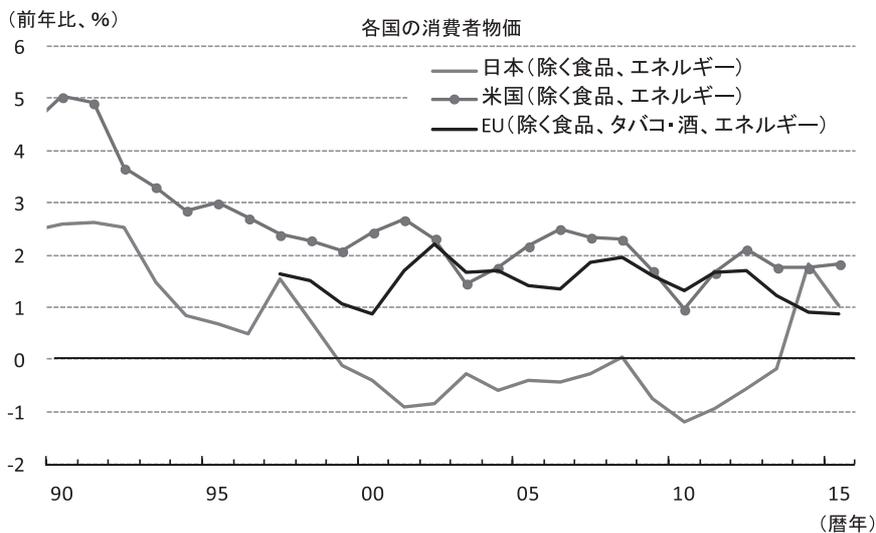
ところで、日銀が掲げる物価目標の「2%」という数字にはどういう根拠があるのか。前出の「教えて！日銀：5分で読めるマイナス金利」には、次のような問答がある。

「もう1%も物価が上がっているなら、十分でしょう。」

「景気はいい時も悪い時もあるから、ある程度バッファがないとすぐにデフレになってしまいます。飛行機だって地上ぎりぎりは飛べないでしょう。だから、日本銀行は2%の緩やかな物価上昇を目指しています。この2%というのは、アメリカもヨーロッパも同じで、世界共通です。」

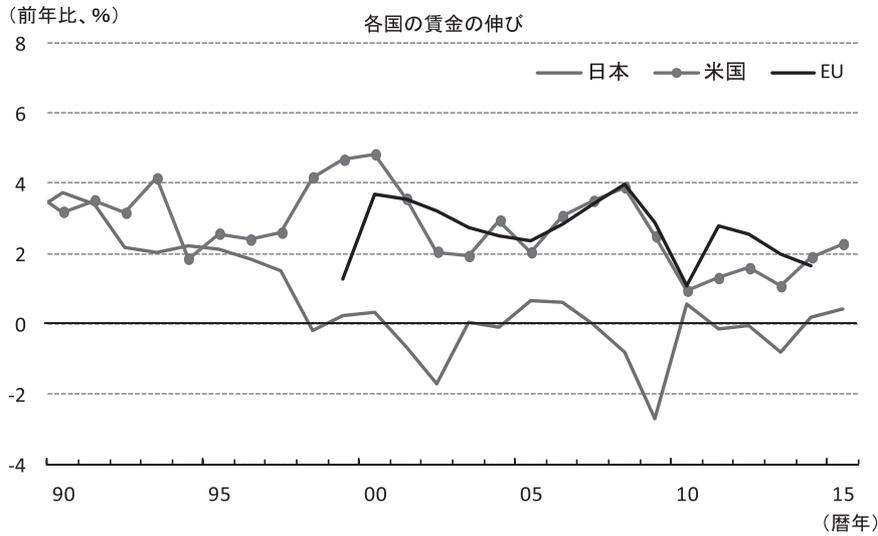
2%は「世界共通」というのはさすがに言いすぎであって、本来ならば「先進国では共通」と言うべきところだろうが、たとえ先進国の間であっても2%が共通目標とやってしまっても良いのか。たしかに、先進国の経済成長

図表8 2%の物価目標は日本にとって過大



出所：総務省統計局、米国労働省、EU統計局

図表9 賃金の上昇ペースは国によって異なる



出所：米国労働省、国際通貨基金 (IMF)

率は中国等の新興国よりは低く、それぞれの国の過去の成長率と比べても低くなってきている、という点では共通の特徴がある。しかし、それでも人口動態や設備投資の動向はさまざまであり、それぞれの国の潜在成長率は異なる。物価上昇率もそれぞれの国で基準となるペースは異なるだろう。

潜在成長率が異なっている、潜在成長率に見合った成長を遂げていれば、過剰供給力、すなわちデフレキャップは発生せず、物価は2%程度で上がるはずだということかもしれない。しかし、日米欧それぞれの過去からの物価の推移を見ると、共通の目標を掲げるのが妥当とは考えにくいほど異なっている。

消費者物価の動向をそれぞれの国のコア（食品・エネルギー等を除く）指数の動きで見ると、足元では消費税率引き上げの影響もあって日本の物価上昇率が上がっているものの、90年以降の長期的推移を見ると、欧米では2%程度の水準で消費者物価が推移しているのに対し、日本ではゼロ%前後での推移が続いている（図表8）。日本は失われた20年でデフレに苦しんでいたと言ってしまうまでもだが、それぞれの国で基調となる物価の上昇ペースが異なるのだから、物価目標も違ってしかるべきだろう。特に、日本の場合、2%も物価が上昇すると

というのは、石油ショックや消費税率の引き上げといった特別な要因がなければ、かなり実現が難しいと言えよう。

また、先ほど見た実質雇用者報酬の観点からも、日本において2%の物価目標を実現させることは厳しい結果を生む。米国や欧州であれば物価が2%上昇しても、名目賃金の伸びを考えれば、実質所得が目減りすることはない。米国は近年名目賃金の伸びが鈍ることもあるが、それでも通常であれば2%強の上昇が期待できる。これに対して、日本では名目賃金が90年代後半以降ほとんど増加していないどころか、減少することもある。日本が2%の物価目標を掲げることは、目標が達成された時には実質所得がかなり目減りしてしまうことを意味する（図表9）。

物価が上がらないから賃金も上がらないというのは、労働組合の賃金交渉のロジックを考えれば一理あるが、物価が上がれば賃金が上がるというほど賃金交渉は甘くない。賃金の平均的伸び率を大きく上回る水準に物価目標を設定するのは適当ではないだろう。デフレを脱却すると日本経済が元気になるどころか、逆に個人消費を中心に景気が下押しされてしまうのではないか。2%の物価目標、そしてデフレ脱却というスローガンが果たして妥当なものなのか。よくよく考えてみなければならぬ¹¹。

4 | 金融政策をどうすべきか

すでに見たように、1月29日の金融政策決定会合で出てきた反対意見は、マイナス金利を導入することによって金融市場にもたらされる混乱や副作用についての議論が中心となっている。こうした議論は、マイナス金利政策を導入するか否かという判断をするに際してももちろん重要であり、その後の金融市場の状況を見る限りの確かな問題提起であったと言える。

しかし、残念ながら、金融政策決定会合においてデフレ脱却という考え方そのものが妥当か否かという問題まで遡って議論されることはない。2%の物価目標も一度設定してしまうと、その目標設定が妥当なのかという議論はなかなかできないだろう。そもそも目標を設定した時に十分そういう議論がなされたかどうか定かではない。

そもそも民主党政権時代からデフレ脱却は経済政策のスローガンであり、安倍政権になってアベノミクスとしてデフレ脱却が絶対的な目標となったと言える。デフレ脱却という考え方に多少なりとも疑問を持つような人が日銀審議委員に任命されることは、民主党政権においてもまず考えにくいことであった。その意味で、金融政策決定会合で、デフレ脱却という考え方や2%の物価目標の妥当性が議論されるということは期待してはいけないのかもしれない。しかし、マイナス金利がもたらす問題点を議論することはもちろん必要だが、そもそもマイナス金利政策を導入する必要があったのか、そこから考えていけないといけないのではないのか。

それでは、日本の金融政策はどうしたら良いのだろうか。以下では、検討すべきポイントをいくつか提示してみる。

(1) 目指すべきはデフレ脱却ではなく、物価の安定

(a) 物価の安定はゼロ%

日本銀行法の第2条には「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもち、その

理念とする」と書かれている。そして日銀は、消費者物価が毎年2%上昇する状況を物価の安定とみなし、それを達成することを目標として掲げている。下落していた物価を上昇まで持っていき、2%の物価上昇率を実現する。すなわち、デフレ脱却を物価の安定だとしている。

デフレ脱却とは、言い方を変えればインフレ政策なのだが、デフレ脱却という方が語感が良い。しかし、1%の物価下落はとても悪いことで、1%でも物価が上昇している方が良く、2%物価が上昇すればさらに良くなる、というのはやや偏った議論ではないか。まずは、2%の物価目標という縛りをはずすことが大事だ。この縛りがあるために、2%の物価目標が達成できないうちは、景気動向のいかににかかわらず、金融緩和、それもゼロ金利制約下での非伝統的な政策が打たれ続け、いよいよマイナス金利という深みにはまってきてしまった。

たしかに物価が5%も下落するのであれば、それは实体经济に何か問題が生じているシグナルであり、問題だろう。もっともそれは物価が上昇した時でも同じことだ。今の日本で物価が5%上昇するというのは相当な景気過熱状態であり、物価の上昇は实体经济にも悪影響を及ぼすだろう。これに対して、1%程度の物価変動であれば、その符号がプラスであろうと、マイナスであろうと、物価安定の範囲内ではないか。

何が何でも物価を2%上げなければいけないという目標に囚われて、量的・質的金融緩和、さらにマイナス金利政策と非伝統的な政策を次々と打ち出さざるを得なくなっているという状況は、实体经济にとってさしたるプラス効果がないだけでなく、金融市場に混乱を招きながらデメリットすらもたらしている。もし、物価の安定をゼロ%と考えれば、その目標はずっと達成できているわけであり、非伝統的な政策をとる必要がなくなる。

(b) 2%の物価目標の柔軟な適用

そうは言っても、一度2%と決定した物価目標をゼロ%にするというのは簡単ではない。これまでの金融政策は誤りであったということになってしまう。現実問題としては、物価目標の変更には相当時間がかかると考え

た方が良いかもしれない。そこで、次善の策としては、2%の物価目標を柔軟に適用することが考えられる。

2015年12月に米FRBは9年ぶりの利上げを決定し、ゼロ金利を解除した。FRBも2%の物価目標を掲げているが、利上げを決定した時の物価指標(PCE)は、総合で見ると原油等エネルギー価格の下落に影響されて前年比ゼロ%台前半と物価目標を大きく下回っており、利上げをサポートする数字ではなかった。一方、食品・エネルギーを除くコアで見ると前年比1%台半ばであり、こちらも2%の目標を下回っているものの、目標に近い物価上昇が確認できる状況であった。そして、現時点では物価目標を下回っているが、長期的には目標を達成できる状況との判断のもと利上げに踏み切った。つまり、2%の物価目標を柔軟に運用することで、金融政策の自由度や機動性を確保したと考えられる。

日銀も、生鮮食品を除く消費者物価に加えて、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価の数字も示して、コアで見れば物価が上昇していることを示そうとしている¹²。また、反対多数で否決されたが、1月29日の金融政策決定会合で木内委員から提出された議案¹³は、2%の物価目標を中長期的に達成するものと位置付けようとするものであり、物価目標を柔軟に運用することを意図していると考えられることもできる。

もっとも、米国であればこれまでの物価の推移を見れば、中長期的に2%の目標を達成することは現実的であるのだが、日本の物価の推移を見ると、2%の物価目標は、消費税率引き上げ、原油価格の急騰、あるいは急激な円安といった特別な要因がない限り達成は難しい。物価目標の柔軟な運用だけでは十分ではなく、やはり物価目標そのものを2%から下げることが必要となつてこよう。

(2) マイナス金利政策の終了

(a) ゼロ金利政策への復帰

2%の物価目標の縛りがなくなれば、マイナス金利政策を続ける必要はなくなる。政策金利残高の付利をゼロ%にすることによって、無担保コールレート(翌日物)

等の市場金利もマイナス金利が付くことはなくなってくる。金融市場や金融取引の現場で起こっていた混乱が解消され、取引も活発化してくるだろう。

全体の金利は上がってくるだろうが、冷静に考えれば、イールドカーブの起点となる金利が微々たるマイナスからゼロ近傍に戻るだけであり、金利上昇による景気への影響は限定的であろう。そもそも、マイナス金利政策による景気へのプラス効果があまり認められない状況であれば、それを元に戻してもあまり影響はないということになるだろう。

いったん導入したマイナス金利政策をすぐに終了することは、かえって混乱を招くという指摘もあろう。次善の策としては、マイナス金利政策は続けたまま、マクロ加算残高を拡大させて、マイナス金利が適用される政策金利残高を限りなくゼロに近づけてしまうという対応が考えられる。今でも、政策金利残高があまり増えないように運用しているわけだから、ゼロにしてしまう運用も可能であろう。

もっとも、金融機関全体で政策金利残高がゼロになるように、マクロ加算残高を増やしても、金融機関ごとに状況が異なるため、銀行によってはマイナス金利残高が発生することになる。これを避けるためには、マクロ加算残高を、すべての金融機関でマイナス金利が発生しないレベルまで拡大しないといけないが、こうした対応は金融政策の透明性や日本銀行の説明責任という観点からはあまり好ましいものではない。

(b) 政策金利を無担保コールレート(翌日物)に戻す

欧州の例に倣ったとはいえ、金融機関にとって運用金利となっている日銀当座預金残高への付利を政策金利としているのはおかしい。政策金利は、銀行にとっての大元の調達金利であるべきだ。かつてはそれが公定歩合であり、数年前までは無担保コールレート(翌日物)だった。

銀行にとっての運用金利をマイナスにしてしまうことの弊害はすでに述べたところだが、マイナス金利政策をやめるのであれば、政策金利を元の無担保コールレート(翌日物)に戻すことが可能になる。その場合の、無担保

コールの誘導目標は0～0.25%程度が良いだろう。事実上のゼロ金利政策への復帰ということになる。

(3) 量的・質的金融緩和政策は出口へ

(a) マネタリーベースの増加目標を終了させる

マネタリーベース(そのほとんどは日銀当座預金残高である)を年間80兆円のペースで増やしていくために、年間120兆円の国債を日銀が購入するという状況が続いている。もうこれ以上日銀による購入額は増やせないのではないかと懸念される状況になっていた。しかし、2%の物価目標の縛りがなくなれば、マイナス金利政策だけでなく、量的・質的金融緩和も必要ないということになる。

量的・質的金融緩和が出口に向かい、日銀当座預金残高が増えなくなるということになれば、日本経済に大きな影響を及ぼすのかということ、そのようなことはないだろう。3年以上にわたる量的・質的金融緩和のもと、銀行からの貸し出しが増加して景気が良くなったというわけでもなく、一時的に円安が続く物価の上昇率が高まったが、最近はその動きも一服している。

もっとも、マネタリーベースの増加目標を撤廃しても日銀当座預金残高は増加を続けることになる。日銀による国債買入れをすぐに停止することは難しいからだ。

(b) 日銀による国債買入れの縮小

ここまで続けてきた日銀当座預金残高の増加を終わらせるということは、日銀による国債の大量購入も終了するということだ。そうなると、国債利回りが急上昇する恐れがある。国債市場の混乱は、株価や為替を含めた金融市場全体の混乱に発展する恐れがあり厄介だ。マイナス金利政策の導入によって国債利回りが一段と低下していることもあって、量的・質的金融緩和から出口に向かうという思惑だけで、長期金利は急上昇する恐れがある。

マネタリーベースの増加目標を撤廃しても、日銀による国債購入の縮小は時間をかけて徐々に行う必要がある。まずは、日銀が保有する国債の残高の純増ペースを現状の80兆円からゼロにしていくことになる¹⁴。国債の買入れ額規模では120兆円から40兆円程度に減額する

ことになる。日銀の保有国債の純増額がゼロになった後は、しばらく償還見合いの買入れを続ける期間があって、その後は償還見合いの買入れを縮小して、日銀の保有する国債の残高を徐々に減少させていくことになる。

日銀が国債の買入れ額を減らしていけば、長期金利の上昇要因になることは間違いない。国債での運用ニーズは高く、金利が上昇したところでは購入意欲が高まるかもしれないが、長期金利が急上昇することがないように、日銀による国債購入の減額は、注意深く徐々に行う必要がある。いずれにしても、量的・質的金融緩和政策のもと、日銀による国債の大量購入によって、国債バブルと言える状況が発生している。これは健全な姿ではない。容易ではないが、正常化への流れを作ることが重要だろう。

(c) 日銀当座預金は簡単に減らない

国債の買入れ額を減少させても、日銀当座預金残高の増加ペースが鈍るだけで、縮小するわけではない。日銀当座預金残高を縮小させるためには、資金を吸収するオペレーションを行う必要がある。日銀による国債買入れ額を減らしていくことがまず先であり、資金吸収を行うのはその次のステップだろう。

日銀当座預金残高が高水準で推移してもそれだけで何か問題が発生するわけではない。ただ、資金を潤沢に供給している状況が将来のバブルの発生を招くという意味では健全な姿ではない。バブルの発生に至らないように適切なタイミングで資金を吸収するオペレーションが必要になってくる。それは金利の上昇をとまなうことになる。

日銀当座預金は当座預金だから本来利息はゼロのはずであるが、ベースマネーの増加という量的緩和の目標を達成するために、日銀当座預金にプラス金利を付利してきた。量的・質的金融緩和を終了させるのであれば、もう付利は必要ないということになる。ただ、現在210兆円の日銀当座預金残高に対して+0.1%の金利が付いている。この付利を急にやめるとなると、それを前提に資金運用の計画を立てている金融機関にとっては影響が大きい。

量的・質的金融緩和政策を終了しても、日銀当座預金残高は減らないということになると、+0.1%の付利もそのまま続くことになる。しかし、当座預金に金利が付くというのは自然な姿ではない。日銀当座預金を金利が付かない本来の当座預金の姿に戻していくためには、減額せずに維持することが決まっている基礎残高210兆円の枠について、その規模を少しずつ減額して、ゼロ%が適用されるマクロ加算残高を増額していく必要がある。

おわりに

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」はスタートからまだ日が浅いので評価を下すのは時期尚早かもしれない。しかし、かなり無理がある政策であり、金融市場での混乱や、一部の金融取引の縮小は今後も続きそうだ。一方で日本経済の活性化という点で何かプラス効果が広がる感じでもない。円安・株高が進まないから失望したというのは、やや無いものねだりの感があるが、なぜ無理をしてまでこのような実験段階の政策を導入する必要があるのか、というのが正直な印象だ。結局、デフレ脱却をスローガンに掲げている以上、2%物価目標を達成するためにできることは何でもやるという呪縛から逃れられないということだろう。

デフレ脱却・円高是正をスローガンにアベノミクスがスタートしてから3年半が経過しようとしているが、さ

すがにこのスローガンが妥当なものなのか良く考えてみなければならない。物価が2%持続的に上がるようになると、何か日本経済にとって良いことがあるのか、デフレを脱却すると本当に日本経済は活性化するのか。

今の日本で、物価を2%上げるというのは容易なことではない。本当にそれが必要ならば、いろいろ努力しなければいけない。しかし、なんらかの理由で消費者物価が2%上がることが続くならば、名目所得があまり増えない状況下では実質所得は持続的に減少することになり、個人消費を中心に日本の経済成長は相当ダメージを受けるだろう。物価が上がれば景気も良くなっているので賃金も上がるというのは楽観的すぎる。また、物価を上げるために賃金を上げようというのは本末転倒だ。物価が上がらずに賃金上がるというのが消費者にとっては一番ありがたい。

デフレ脱却というおよそ勝ち目がないというか、相手の見えない戦い、そして仮に勝利したとしても、それが日本経済活性化の切り札になるとも思えない戦いのために、マイナス金利政策まで導入して戦い続ける意義がどこにあるのか。デフレ脱却のスローガンをやめて、2%の物価目標をなくすことによって、日本経済は終わりのないデフレとの戦いを繰り広げるといふ袋小路から解放されるのではないか。必要なのはマイナス金利政策の導入ではなく、「デフレ脱却論」からの脱却だろう。

【注】

- 長期国債の買入れの平均残存期間は、それまでの「7年～10年程度」から「7年～12年程度」に伸びたが、これは前回2015年12月18日の金融政策決定会合ですでに決まっていた措置である。
- 後述する通り、3月15日の金融政策決定会合では、「マクロ加算額」の算定方法をより具体的に示しているが、それでも日銀の裁量に任されている面は大きく、透明性の観点から問題が残る。
- 「マクロ加算額」の扱いについては、日銀にとっても試行錯誤の面があり、金融市場や金融機関の反応に十分注意を払っているようだ。1月29日の金融政策決定会合の議事要旨によると、会合では「ゼロ金利部分を可変的に増加させ、マイナス金利部分を概ね一定の規模にとどめる設計上の工夫を行うべきである」と執行部から説明しているのだが、終了後に発表された資料では、政策金利残高がかなり増加していくようなイメージ図が使われていた。この図が誤解を生むと懸念したのか、その後2月24日に開催された「市場調節に関する懇談会」の資料では、日銀当座預金残高の増加分は基本的にはマクロ加算額で吸収していくイメージ図に変わっており、マクロ加算残高の先行きの規模について、「約40兆円（当初）+約80兆円/年（日銀当座預金残高増加ペースに合わせて引き上げた場合）」という説明がなされている。
- 本来ならば、これまでの政策の枠組みの中での追加緩和である①がまず議論されるべきだろう。そのうえで、①では十分な効果が期待できない、日銀による国債買入れが限界に近付いている、といった結論が出たうえで、②についての議論に移るべきではないか。最初から②の議論が始まったところに唐突な感じがある。
- 1月29日に日銀が公表した資料「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」では、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続について、「2%の「物価安定目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続する。（中略）「物価安定の目標」実現のために必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融

緩和措置を講じる」と記述している。

- ⁶ 量的・質的金融緩和を続けてきたからこそ、景気は緩やかながらも回復し、物価も原油価格急落の影響を除けば、上昇基調を維持しているという見方もある。しかし、アベノミクス登場とほぼ同時に、2012年11月を底に景気回復が始まっている事実を冷静に考えれば、景気回復は、アベノミクスによってもたらされたものでもなく、その後始まった量的・質的金融緩和による効果でもない。実際、アベノミクスのもと量的・質的金融緩和が強化されながら今まで続けているのに、景気は2014年初を境に回復しなくなっている。また、アベノミクス登場後の円安の進展が、消費者物価を引き上げたのは事実だが、円安が一服し、原油価格が急落すると物価上昇圧力は後退している。この間一貫してマネタリーベースが増加していることを考えると、マネタリーベースの増加が物価の上昇をもたらしたとは考えにくい。
- ⁷ 1月29日の金融政策決定会合後に公表された参考資料では、マクロ加算残高の規模について「マイナス金利が適用される部分が適切な規模となるように、適宜のタイミングでゼロ金利が適用される部分を増加させることとしたい」としか記述していなかった。これに対して、3月15日の政策決定会合後に公表された参考資料の修正版では、具体的な数字を上げて政策金利残高の規模とマクロ加算残高の運営のイメージを説明したうえで、「実際の見直しは、マイナス金利実施後の短期金融市場の状況などを踏まえて、原則として3積み期間ごと（6月、9月、12月、3月）に行う。（中略）理念的には政策金利残高は少額で良いことになるが、市場には様々な摩擦もあるので、どの程度の政策金利残高があれば十分に機能するか、実際マイナス金利を運営したうえで、判断する必要がある。マクロ加算の運営は、こうした市場金利への実効性と金融機関収益への影響とを踏まえて、決定する」と記述している。
- ⁸ これについては、基本要領の改正を次回（4月27日・28日）の金融政策決定会合で行ったうえで5月積み期より適用するとしている。なお、既存の残高については、1月の会合での決定通り残高相当額（つまり1倍）を加算することとなっている。
- ⁹ こうした状況を鑑み、3月15日の金融政策決定会合でMRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額を加えるという決定がなされたものと推測できる。もっとも、マイナス金利政策そのものが抱える問題点を対処療法的対策で対応していくことが良いことなのか疑問が残る。
- ¹⁰ 日本では、預金金利と管理手数料を別々のものとしてとらえる考え方はなじまないかもしれない。預金を管理するサービスは無料で提供されるべきものと認識されがちであり、預金金利から得られる利息と手数料を差し引きするとマイナスになるのであれば、預金者は預金金利がマイナスになったとみなすだろう。結果として預金流出することになるかもしれない。
- ¹¹ デフレ脱却の意義としては、①デフレを脱却すれば、これまでお金を使うのを先送りしていた消費者が、価格が上がってしまう前に購入しようとするので、消費が拡大すること、あるいは②インフレ期待が高まって実質金利が低下すれば、企業は設備投資を拡大すること、等が挙げられている。しかし、現実の世界では、インフレ期待の高まりによって期待されるこれらの効果は現れていないようだ。
- ¹² 「生鮮食品を除く」消費者物価は、2月は前年比0.0%と横ばいとなっている。これに対して「生鮮食品とエネルギーを除く」消費者物価は同1.1%と上昇している。もっともこの基準は日銀独自のものであり、グローバルな基準ではない。国際的なコアの物価指標は「食品とエネルギーを除く」消費者物価であり、こちらで見ると同0.8%と、「生鮮食品とエネルギーを除く」ほどではないが上昇している。
- ¹³ 具体的には、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文章で、先行きの金融政策運営について、執行部案では「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、……」となっているところを、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、……」とするよう提案している。
- ¹⁴ これに関連して、最近の金融政策決定会合では、木内委員から、金融市場調節方針に関して「マネタリーベースが、年間約45兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」、資産買入れ方針に関して「長期国債について、保有残高が年間約45兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」という執行部案の80兆円より減額した議案が提出されているが、毎回反対多数で否決されている。