

マイナス金利深掘りの条件を探る

～ECB流のマイナス金利での資金供給か～

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



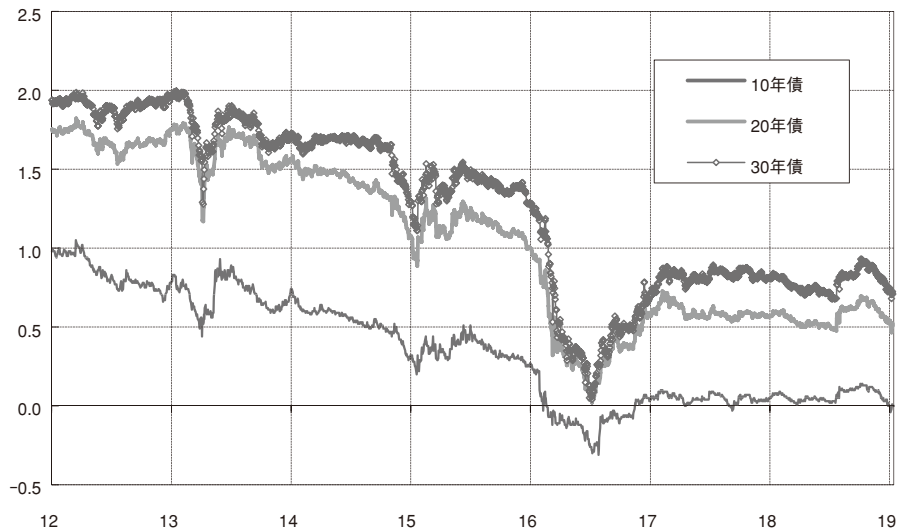
河野 龍太郎氏

日銀の金融政策はほぼ限界に達したと考える金融関係者は少なくない。とりわけ金融政策の主力である金利政策については、限界を超えたと考える人もいる。長短スプレッドが殆んど潰れ、金融仲介機能に悪影響を及ぼし始めているからである。それは、副作用という言葉で済まされる話ではなく、資源配分を歪め始めており、放置すれば金融政策の波及経路を棄損する深刻な問題である。アグレッシブな金融緩和の追求で、実質金利を低下させると、多少の副作用があっても、大きな景気刺激効果が得られるというのは、金融仲介メカニズムを無視したとんでもない議論である。

このため、次回不況が訪れると、日銀にできることは殆んどないと考える人が増えている。多少の景気悪化なら、限界まで金融政策を追求したのだから、日銀は動く必要がないと筆者も考える。次回不況においては、マクロ安定化政策の主力は政府に譲り、日銀の役割は拡張財政がもたらす金利上昇圧力を、YCCを通じて吸収するということになるのだろう。もちろん、中央銀行が全くアクションを起こさない訳にも行かないから、副作用を承知の上で、ETFの購入増額に踏み切る可能性はある。

しかし、大きな問題は、将来、仮に大幅な円高が訪れた際、日銀が金利政策で対応しないことが容認されるのか、ということである。円高に対して日本社会は極めて敏感であり、過去30年の日銀の政策反応関数を振り返ると、政策発動の目的は円高回避だったようにも

(図1) 長期金利の推移 (%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

見える。筆者の見立てではドル円レートの均衡水準は1ドル80円強で、現在は超円安水準にある。将来、FRBが金融緩和を開始すれば、1ドル=100円割れでは終わらず、90円割れも視野に入ってくるだろう。国際政治上、日本政府の為替介入が難しいとすれば、日銀に強い緩和プレッシャーが生じるのは想像に難くない。日銀はマイナス金利の深掘りを余儀なくされる可能性がある。その時、考えられるのは、金融仲介への悪影響を相殺するため、マイナス金利での資金供給をセットに、深掘りを進めることである。それが本稿のテーマである。

実質金利の低下による景気刺激

まず、金利政策がほぼ限界に達しているという点について、補足しておかなければならない。シンプルな経済理論で考えると、一般に実質金利の低下は、総需要の刺激をもたらす、需給ギャップを改善させる。厳密に言えば、総需要と総供給を均衡させる自然利子率を下回る水準まで実質金利を低下させることで、総需要が刺激され、需給ギャップが改善する。政策金利である短期金利がゼロ金利制約に直面した際、多くの中央銀行が行ったのは、大量に国債を購入することによって、長期金利を低下させ、実質金利を低下させたことだった。

長期金利が低下していた日本でさらに引き下げ

長期金利が既に低下していた日本で、黒田総裁の下、当初、日銀が行おうとしたのは、アグレッシブな金融緩和を打ち出すことで、人々のインフレ予想を引き上げ、予想実質金利を引き下げることだった。しかし、インフレ予想の引き上げが容易ではないことが明らかになったため、日銀は名目長期金利をさらに引き下げること、実質金利を引き下げ、総需要を刺激した。自然利子率がパーマネントに低下している場合、期待に働きかける政策が有効性を持たないことは、政策の発案者だったクルーグマン教授が認めていることだが、教授がそれを認めたのは、QQEが開始された後であった。

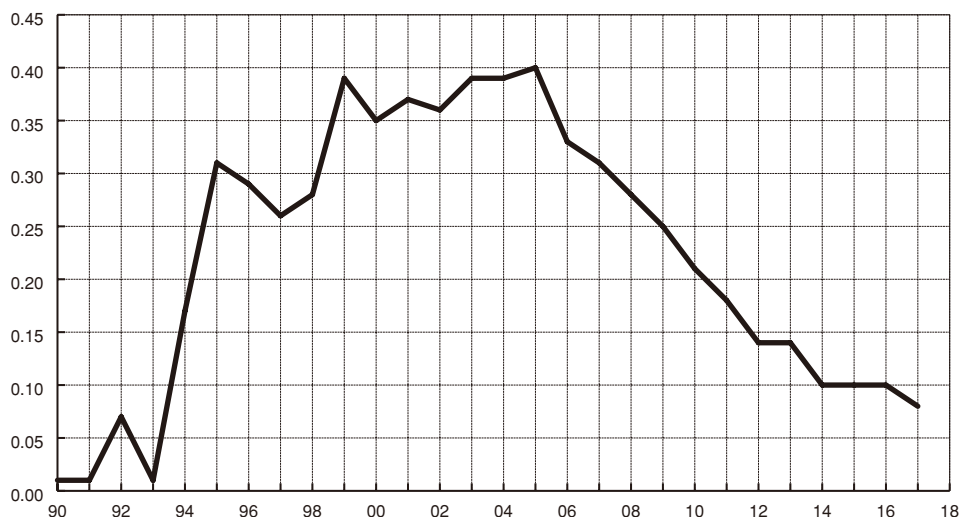
利鞘縮小がもたらす弊害

問題はここからである。日銀を含め、各国の中央銀行が政策効果を分析、予測する際に用いるDSGEモデルは、金融市場や金融仲介の存在を前提としていない。それ故、実質金利が低下していれば、それは総需要刺激を意味し、常に望ましいということになる。しかし、現実の経済においては、様々な不完全性が存在し、家計などの貯蓄主体から企業などの投資主体に貯蓄が向かう際、実質金利だけが全てを規定している訳ではない。特に銀行中心の間接金融が支配的な日本では、金融政策の波及経路において、銀行行動が大きな役割を果たす。その銀行は、預金を中心に短期で資金を調達して長期で融資や有価証券運用を行うことをビジネスの根幹としているため、長短金利差が大きな収益源となっている。短期金利がゼロまで下がった状況で、長期金利を一段と引き下げるとスプレッドが縮小し、今ではゼロに近付いている。それに伴って総資金利鞘は大幅に縮小し、収益性の悪化で銀行行動に大きな悪影響をもたらす。

一時的なメリットと遅れて現れるデメリット

もちろん、長期金利が低下すれば、銀行の保有する資産価格が上昇するため、当初はメリットがデメリットを上回る。しかし、長期金利の低下がもたらす資産価格の上昇は一回限りである一方、長期金利の低下に遅れて、貸出金利が低下してくるため、利鞘が悪化してくる。近年、銀行業が金融政策に強い不満を示しているのは、そして2016年9月以降、日本銀行が銀行に多少の配慮を見せ始めたのは、長期金利（10年金利）がゼロ近傍まで低下し、貸出金利が低下する中で、長期金利低下による資産押し上げ効果が一巡したからである。

(図2) 総資金利鞘(％、年度末)



(出所) 一般社団法人全国銀行協会資料より、BNPパリバ証券作成

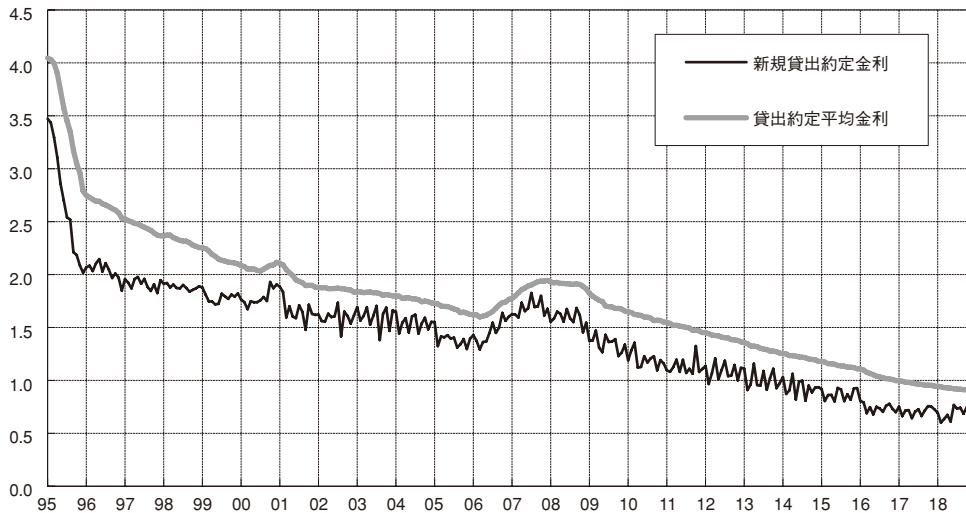
全ての銀行がマイナス金利の深掘りに反対

マイナス金利の導入で短期金利に引き下げ余地が生まれたことは、一見、長短スプレッドの拡大を可能にしたように見える。しかし、資金調達の多くを預金に頼り、かつ社会的に預金金利をゼロより下に下げられないため、銀行業にとりマイナス金利の深掘りは利鞘を悪化させる。資産価格の一度限りの上昇によってメリットを一時的に受ける可能性はあるものの、一方で貸出金利はさらに低下し、銀行業の収益は悪化する可能性が高い。全ての銀行がマイナス金利の深掘りに反発するのは当然である。

過度な金融緩和は金融政策の波及経路を棄損

黒田総裁は、銀行のためだけに金融政策を行っている訳ではないと発言したこともあるが、過度な金融緩和の弊害は銀行の問題に留まらない。まず、収益性が悪化した金融機関が内外で過大なリスクテイクを増やしているが、短期的には総需要の刺激につながるとしても、そのことが資源配分を歪め、トレンド成長率を低下させる要因となる。不況に陥れば、そうした貸出の一部は不良債権と化し、与信コスト上昇で銀行の自己資本は劣化する。そのことは金融仲介の不活発化をもたらし、日銀の金融政策の波及経路を棄損する恐れもある。マクロ経済的に言えば、自然利子率をさらに低下させ、金融緩和効果を減じさせる

(図3) 貸出金利：国内銀行・総合 (%)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

ということである。

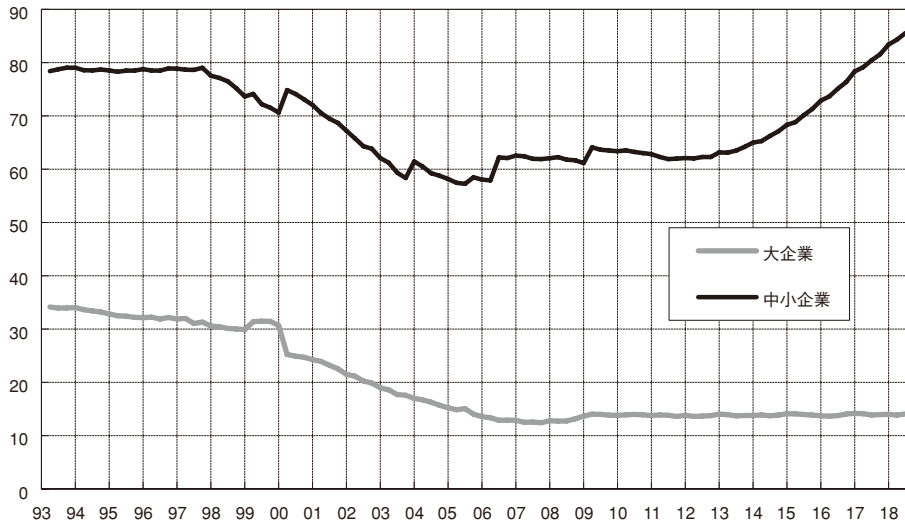
米欧に比べリバーサル・レートの水準は高いのか

米国のように、社債市場が高度に発達し、貯蓄主体から投資主体に直接資金が向かう直接金融の世界であれば、実質金利の低下を追求することの問題は小さいのかもしれない(いや金融的不均衡の蓄積という問題は、米国においても拭えず、今後、企業部門の過剰債務が大きな問題となる可能性がある)。しかし、日本の様に間接金融の下、長短スプレッドがほぼ消滅した状況において、実質金利の低下を追求すると、弊害は大きくなる。欧州も銀行中心の金融システムだが、その欧州に比べても日本は、金融緩和の長期化で利鞘が大幅に縮小していること、銀行の資金調達で預金のウエイトが高いことから、金利低下のダメージは大きい。日本は、他国に比べて、金融緩和のメリットがデメリットに凌駕されるリバーサル・レートの水準が高いのかもしれない。

円高に敏感な社会

ただ、一方で前述した通り、日本社会は、円高に対し相当敏感である。ここからは経済学ではなく、政治学の議論である。事実上のゼロ金利政策が始まった1995年以降も、日銀

(図4) 規模別 設備資金貸出 (兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

が緩和を迫られたのは、円高が進んだ時であった。筆者からすれば、景気拡大局面で、円高メリットを享受できる社会の構築を怠ったことが最大の問題である。輸出セクターが大きなダメージを受けるのは、世界経済の悪化と時を同じくして円高が訪れるためである。世界経済の拡大局面では、仮に円高になっても、輸出セクターが被るダメージは数量効果で相殺される一方、家計は円高によって実質購買力が改善し、大きなメリットを得られる。しかし、今回の景気拡大でも、最後まで円高を回避しようと金融緩和を続け、円高のメリットを享受しようとはしなかった。このままでは、世界経済の落ち込みと同時に大幅な円高が訪れるリスクが高まる。その時、輸出企業の業績悪化を通じて、円高が大幅な株安をもたらすため、銀行部門への悪影響を承知した上で、日銀はマイナス金利の深掘りに踏み切るのだろうか。銀行部門も株安に耐えられなくなり、マイナス金利の深掘りを甘受するのだろうか。

ECBのTLTROに倣いマイナス金利で資金供給

それでは、マイナス金利の深掘りの悪影響を相殺する方法はないのか。現在5兆円程度まで削減した政策金利残高をさらに減少させることも考えられるが、それだけでは、市場金利の低下を通じた、利鞘の悪化は避けられない。それが相殺可能であれば、銀行部門も

マイナス金利の深掘りを受け入れることができる。一つ考えられるのは、日銀がマイナス金利を深掘りする際、マイナス金利で資金供給を開始することである。補論で論じるように、ECBが既に行ったTLTROが参考になるが、日本の事情を考えると、例えば次のような方策が考えられる。

貸出の2割を上限に20BPの利鞘を供与

1ドル90円割れを窺うような急激な円高が訪れた場合、それを避けるため、日銀は付利(IOER)を10BP引下げ、マイナス0.2%とする。ただし、マクロ加算残高に対してはゼロ金利のまま、基礎残高に対してはプラス0.1%のままの付利とする。その際、銀行貸出残高(2018年11月の銀行・信金計で529.2兆円)の例えば2割を上限に、日銀はマイナス0.2%で資金供給を行い、同額の資金をゼロ金利(マクロ加算残高)で受け入れる。銀行部門は20BPの利鞘を確保することが可能となり($529\text{兆円} \times 20\% \times 0.2\% = \text{最大年}2,120\text{億円}$)、市場金利の低下がもたらす利鞘の減少を概ね相殺できる。日銀は10年金利のターゲットをゼロのまま維持するが、変動幅を上下20BPとしているため、長期金利は低下し、それが円高を回避させる要因となる(資金供給オペの拡大で国債の担保需要が増すことも金利低下要因となるが、賄い切れないため、担保要件の緩和が必要となる)。

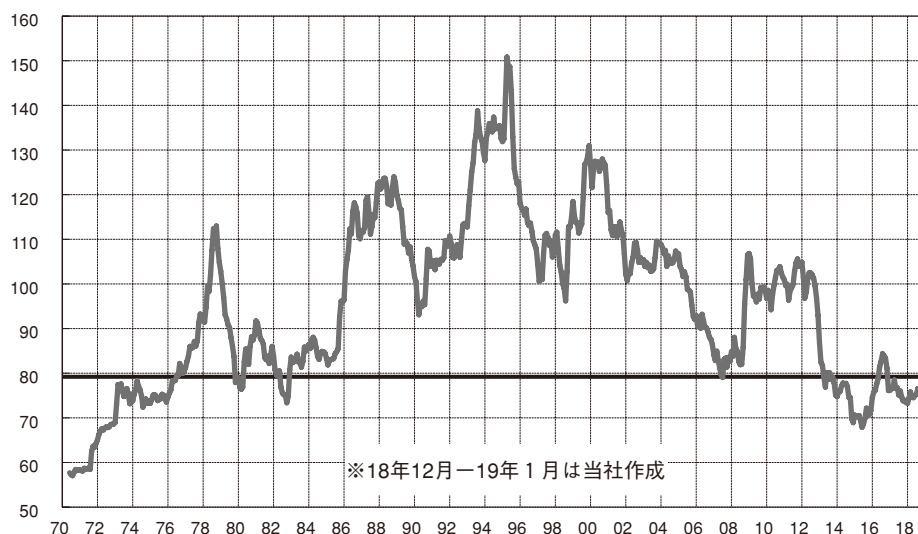
貸出純増には大きな利鞘の供与

日銀が銀行にマイナス0.2%で資金を供給しても、日銀当預にゼロ金利で滞留させるだけなら、銀行貸出の増加には繋がらないと批判される可能性がある。日銀としても貸出増加につながるスキームを少しでも盛り込みたいところであろう。このため、上記の資金供給に加えて、貸出額を増加させた銀行に対して、例えば純増額の2倍の資金をマイナス0.2%で供給した上で、同額を0.1%の金利(基礎残高)で日銀が受け入れる。つまり、貸出を増やした銀行は、融資増加額に対し、60BP(=30BP×2倍)の大きな利鞘を獲得できる。

減少でもトレンドを上回れば恩恵

実際には、不況が始まれば、銀行貸出は減少し始める可能性が高い。近年、低採算向けのミドルリスク向け融資が急増し、それらの一部が不良債権化する可能性があるからである。このため、融資残高のトレンドに対し、それを上回る額の2倍の金額をマイナス0.2%で資金供給した上で、0.1%の金利で日銀が受け入れる。仮に貸出残高がトレンドとし

(図5) 実質実効円レート (2010年=100)



(出所) Bloomberg、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

て減少している場合でも、減少幅が抑制されれば、トレンドを超えた金額に対し、マイナス金利で資金を追加供給するのである。

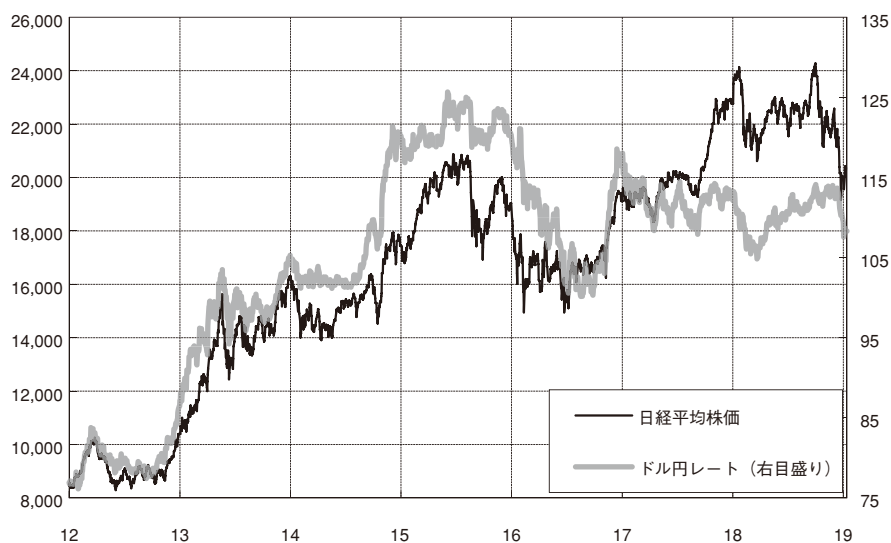
実施されるとすれば2020年以降か

もちろん、こうした措置は、銀行への補助金であり、本来なら、行うべきではない。資源配分の新たな歪みを引き起こすのは、間違いないだろう。しかし、既に現在の日本では、動学的に見るとリバーサル・レートを超えた可能性があり、そうした中で、輸出セクターにダメージの大きい円高を回避するには、マイナス金利での資金供給は止むを得ないと判断されるのではないか。シニョレッジを使った銀行部門への補償であり、正にぎりぎりの政治判断となるだろう。もしこうした政策が行われるとすれば、現段階では、それは2020年半ば以降と筆者は考えている。ただ、2019年後半にもそうした観測が、広がってくるのではないだろうか。

マイナス金利の深掘りは円高回避に有効か

最後に、論じておく点がある。そもそもマイナス金利の深掘りが円高回避に有効かという点である。マイナス金利の深掘りは、むしろ株安や円高を引き起こすのではないかと

(図6) 日経平均とドル円レート



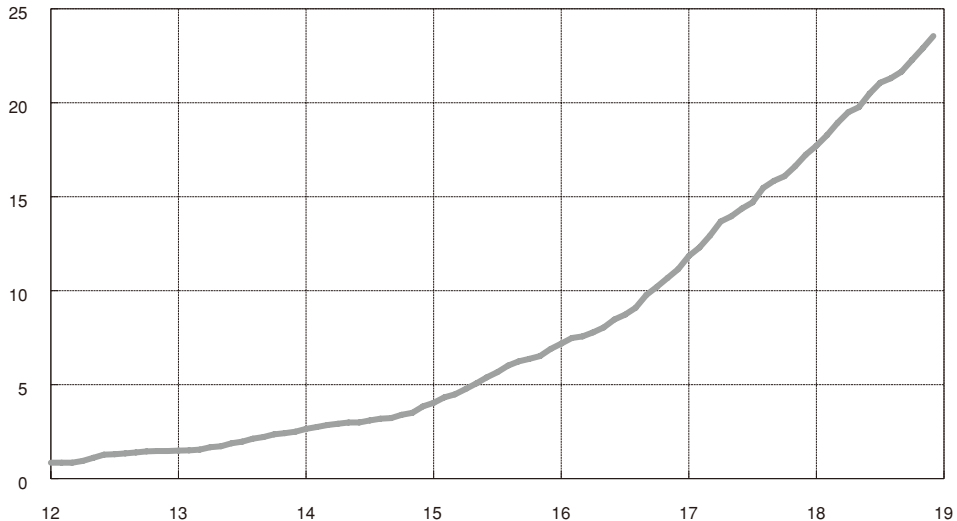
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

いう疑問を持つ人も少なくないであろう。実際、筆者自身は、2016年1月に日銀がマイナス金利政策を導入した際、リアルタイムでそうした評価を下していた。

銀行株の下落回避が鍵

当時の筆者の認識は、マイナス金利政策の導入は、量的拡大が同時に追求されていたこともあり、長期金利の大幅低下を通じて、銀行の業績を悪化させ、銀行株の下落のみならず株価全般の下落を引き起こすと共に、それがリスクプレミアムを高めて円高を助長し、株安と円高のスパイラルをもたらしている、というものであった。また、ドルにペッグされた人民元の大幅切り下げ観測が燐っていたため、日銀の円高回避のためのマイナス金利政策が通貨戦争を助長させるという経路を通じ、さらなる円高を招く懸念もあった。当時、黒田総裁自身がマイナス金利の継続的な深掘りを示唆したことも金融市場での負の連鎖への懸念を強めた。今回、マイナス金利の深掘りと共に、マイナス金利の資金供給によって銀行部門への全面的な補償を打ち出すのなら、少なくとも銀行株の下落をきっかけとした株安・円高のスパイラルは避けられる可能性がある。また、当時と異なり人民元は対ドルで多少柔軟に変化させるようになっている。

(図 7) 日銀のETFの保有額 (兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

日銀財務は悪化するのか

もちろん、累積で200BP以上となり得るFRBの利下げに対して、日銀が何処までマイナス金利の深掘りで対抗可能かは不明であり、政策の帰結は未知の領域である。また、前述した通りマイナス金利で資金供給を行うとなると、10BPの深掘り毎に、日銀の銀行部門への支払利息は年2,000億円以上膨らみ、日銀の財務内容を悪化させる。4年の資金供給オペなら累計で計8,000億円以上となるが、日銀の自己資本は8.2兆円に留まるため、深掘りが続けば、支払利息で食い潰される。日銀の負担を考えると深掘りも限られるはずである。ただ、円高回避に成功しさえすれば、大量に保有するETFの価格上昇によって十分なお釣りが返ってくるという勇ましい回答が日銀首脳から返ってきそうだが、どうだろう。

補論 ECBの経験

日銀のマイナス金利での資金供給を考えるに当たりECBの金融政策にその先例がある。サブプライム危機および欧州債務危機に見舞われたユーロ圏では様々な金融緩和が行われたが、そのうちのひとつとして、ECBが銀行に安価な資金を供給する、貸出条件付き流動性供給オペ (TLTRO: Targeted Longer-Term Refinancing Operations) が実施された。2014~2016年のTLTRO I ではゼロに近いプラスの金利で資金が供給されたが、2016~

2017年のTLTRO II では一定の条件を満たした銀行の適用金利はマイナスとなり、事実上の「補助金付きオペ」が行われた。以下、簡単に振り返る。

民間銀行にQEを代替させたTLTRO I

まず、TLTRO I について。第1段階は2014年9月及び12月、第2弾は2015年3月～2016年6月に実施され、リファイナンス金利で最長4年、銀行は資金調達が可能とされた。リファイナンス金利とは3つの政策金利の中央に位置し、短期の資金供給に適用されるもので、TLTRO導入当初は0.15%、14年9月には0.05%へと引き下げられた。TLTRO I の借入限度額は当初、住宅ローンを除く総貸出の7%相当とされ、その後、各行毎のベンチマークを上回れば利用枠が拡大されることとなった。貸出がベンチマークを下回れば早期返済（最長2年）が必要となるため、ECBは「飴と鞭で民間貸出を促す仕組み」と主張したが、資金の運用先は2年後まで問われず、早期返済以外にはペナルティもないため、実際には用途自由の借入であった。欧州債務危機の後遺症に苦しむギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン（GIIPS）などの銀行は、TLTROで調達した資金で自国の国債を購入し、それらの国々の長期金利の低下に繋がった。TLTROは、財政危機に見舞われた国の国債を大量に直接購入することが難しかったECBが、民間銀行を通じて行ったQEともいえる。ただ、表向きの目的である民間融資拡大については、企業の資金需要が乏しい中、効果は限定的だった。

TLTRO II は補助金付きオペ

次に、TLTRO II について。2016年3月に政策金利の引き下げなどと合わせて導入され、2016年6・9・12月、2017年3月の計4回、実施された。期間は4年、借入可能額は2016年1月末の融資残高から住宅ローンを差し引いた適格ローン残高の30%で、TLTRO I での融資残高がある場合は差し引かれるものの、借り換えは可能とされた。適用金利はTLTRO I と同様、リファイナンス金利だが（2016年3月以降は0.0%）、2016年2月1日から2018年1月31日までの適格ローンの純貸出額が「ベンチマーク」を上回れば、その金額に応じて金利が優遇された。最大で2.5%純貸出が増えれば、預金ファシリティ金利（民間銀行がECBに預ける際に適用される最も低い政策金利、2016年3月以降マイナス0.4%）での借入が可能であった。「ベンチマーク」は2016年1月31日までの1年間の貸出実績によって決まり、貸出が増加している銀行は2016年1月末の残高、減少している銀行はそこから純貸出減少幅を引いた額が基準となる。TLTRO II の利用後に貸出が減ってもペナル

ティは課されず、「鞭」が消えて「飴」だけが残った補助金付きオペとなっている。

マイナス金利での資金供給は銀行への配慮

銀行に事実上の補助金を配るTLTROⅡは、どのような経緯で導入されたのか。まず、ECBがマイナス金利政策を開始したのは2014年6月のことだった。不況の長期化に加え、米国が2012年9月に始めたQE3でユーロ高が続いていたこともあり、預金ファシリティ金利をマイナス0.1%に引き下げたのだが、この時点では、マイナス金利が適用される超過準備が小さかったため、銀行への悪影響は限定的だった。しかし、ECBが資産購入による金融緩和を続けたことで、ユーロ圏でも超過準備が増え始め、マイナス金利の銀行収益に与える悪影響が拡大していった。それ故、2016年3月にマイナス金利を深掘りした際、銀行への配慮として、マイナス金利での資金調達が可能となるTLTROⅡを合わせて導入した。

