

マイナス金利できしむ市場

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

日銀が2月16日にマイナス金利を導入して5カ月がすぎた。金融機関が日銀に預ける当座預金の一部に、年0.1%のマイナス金利を適用した。証券界は「貯蓄から投資へ」のチャンスと受け止めたが、実際には証券商品に移る個人マネーは少ない。マイナス金利政策が効果を上げるのはこれからとの見方もあるが、市場から聞こえるのは悲鳴ばかりだ。

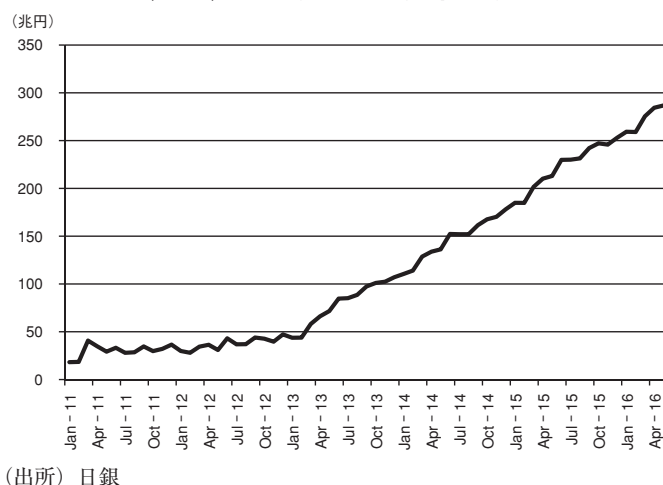
〈信託銀とゆうちょ銀を直撃〉

日銀が導入したマイナス金利政策は、金融機関が日銀に預ける当座預金から、昨年の平均残高である「基礎残高」と、所要準備や貸出支援基金などで資金供給を受けている残高など「マクロ加算残高」の両方を差し引いた「政策金利残高」に年0.1%のマイナス金利を適用すると

いう内容だ。「基礎残高」には従来通り0.1%のプラス金利を適用し、「マクロ加算残高」に相当する部分はゼロ金利とする。

例えば5月の積み期間（6月16日～7月15日）の平均値を見ると、当座預金の残高は301兆6,410億円だった（図1）。このうち、付利の対象となる当座預金残高は293兆7,710億円で、内訳はプラス金利が適用される「基礎残高」が208兆4,710億円、ゼロ金利が適用される「マクロ加算残高」が59兆6,120億円で、残りの25兆6,880億円が「政策金利残高」と

(図1) 増え続ける日銀当座預金



してマイナス金利の適用対象となっていた。

マイナス金利の支払いが発生する残高が最も多いのはゆうちょ銀行など「その他準備預金制度適用先」で15兆4,620億円、次いで信託銀行の7兆8,270億円だった。この2業態がマイナス金利適用残高の91%を占めていた。

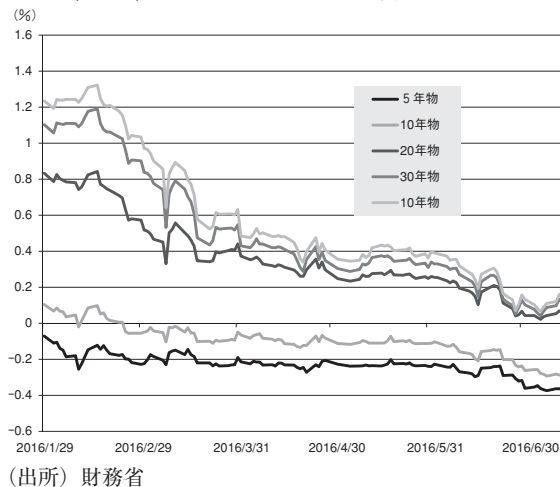
信託銀行は年金基金や投資信託を受託し、運用しているが、これまでキャッシュポジションに当たる部分を短期国債やコールローン、コマーシャルペーパー（CP）など短期金融市場で運用していた。しかし、マイナス金利政策の導入で、短期金融市場の金利もゼロやマイナスになり、事実上、運用ができなくなった。

そこでキャッシュポジションの大部分は信託銀行の銀行勘定を通じて、日銀の当座預金に振り向けられた。これらの資金の多くがマイナス金利の適用対象になった。信託銀行はこの支出をまかなえないため、年金基金や投資信託に負担してもらうことになった。年金基金の加入者や投資信託の保有者がマイナス金利分を間接的に負担することになる。

〈市中金利軒並み低下〉

マイナス金利の導入を受けて、国債利回りから住宅ローン金利まで市中金利は軒並み低下した。新発10年国債利回りは2月9日に一時マイナス0.01%と初のマイナス圏に突入した。その後も低下が続き、7月8日にはマイナス0.3%まで低下した（図2）。英国の欧州連合（EU）離脱が決まり、市場が混乱するとの懸念から、世界中でリスクの小さい国債を買う動きが加速したのだ。

(図2) 急速に低下する国債の利回り



20～40年の超長期国債も利回り水準は急速に低下した。機関投資家がプラスの金利収入を求めて超長期国債を買い増しているためだ。7月6日には新発20年物国債の利回りがマイナス0.005%と初めてマイナス圏に入った。30年債は0.015%、40年債は0.045%といずれも0.05%を下回った。日本の国債の約87%がマイナス金利に陥るという異常事態だ。

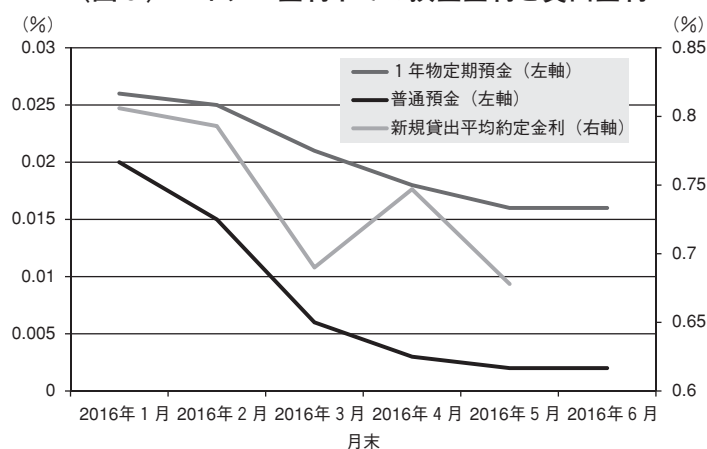
長期債・超長期債の利回り低下で、生命保険会社は運用難に陥り、貯蓄性の高い保険商品の販売停止や予定利率引き下げに追い込まれた。例えばソニー生命保険は5月に予定利率が0.75%だった一時払い終身保険の販売を停止した。明治安田生命保険は7月に予定利率が0.75%の一時払い介護終身保険の販売を停止した。かんぽ生命保険も6月2日から一時払い定期年金保険の販売を停止した。

日本生命保険は4月以降、新たに契約する一時払い終身保険の予定利率を0.75%から0.5%に引き下げた。かんぽ生命も8月から養老保険、終身保険、学資保険、定期保険の4種類の保険すべてで予定利率を1.5%から1.0%に引き下げる予定だ。

生命保険協会の筒井義信会長（日本生命保険社長）は6月10日の定例記者会見で、マイナス金利政策による3つの副作用に言及した。①国債市場の流動性が細り、わずかな動きで金利が非常にぶれやすくなっている②社債のスプレッド（上乗せ金利）が信用リスクを正常に反映しなくなっている③消費者にとって身近な保険商品に影響が現れている——の3点だ。

損害保険会社でも積立型商品の販売を停止する動きが相次いだ。三井住友海上火災保険は4月から貯蓄性の高い「年金払い積立傷害保険」の販売を停止した。東京海上日動火災

(図3) マイナス金利下での預金金利と貸出金利



(出所) 日銀

保険は10月に大手で初めて積立傷害保険の販売を停止する。

住宅ローン金利は10年固定型ローンの最優遇金利が軒並み1%を下回った。7月1日現在の適用金利はりそな銀行が0.4%、三菱東京UFJ銀行が0.55%などとなっている。この結果、返済中の住宅ローンを借り換える人が急増している。

ただ、残高の6割を占める変動型ローン金利は、銀行が短期プライムレートを引き下げていないため、ほとんど変わっていない。

預金金利は全国銀行の平均で1年物定期預金が0.016%、普通預金が0.002%になった(図3)。100万円の定期預金をしても、年間の利息が160円にしかない。

証券界は短期国債などで運用するマネー・マネージメント・ファンド(MMF)とマネー・リザーブ・ファンド(MRF)が立ちゆかなくなり、頭を抱えた。MMFは運用12社がすべて繰り上げ償還をすることを決めたが、MRFは証券会社の決済口座として幅広く活用されており、元本割れになると混乱は必至だ。残高も業界全体で10兆円以上ある。マイナス金利になった短期国債などに運用できない分は、信託銀行を通じて日銀の当座預金に預け入れられる。日銀は証券界からの要望を受け、特例でMRFの残高に見合う分は「昨年の受託残高」を上限に、4月16日からマイナス金利の適用除外とした。

企業向け貸出レートは長期プライムレートが2月10日に1.00%へ、3月10日に0.95%へ、7月8日に0.90%へ低下した。短期プライムレートは1.475%のまま、据え置かれている。短プラ連動で融資を受けることが多い中小企業には、マイナス金利の恩恵が及ばない。

〈金融緩和でなく引き締め?〉

マイナス金利という言葉の響きは消費者心理を萎縮させた。日本経済新聞が電子版の有料・無料読者を対象に毎週実施している「クイックVote」によると、マイナス金利政策の評判は悪い。5月上旬にマイナス金利政策が読者の暮らしにとって「よい政策」か「悪い政策」かを聞いたところ、「悪い」と答えた読者が57.1%を占め、「よい」はわずか15.2%にとどまった。

1月29日の日銀の金融政策決定会合でマイナス金利の導入に反対した佐藤健裕審議委員は6月2日、北海道釧路市内で講演し、マイナス金利政策について「緩和効果をもたらすどころか、むしろ引き締めの効果である」と指摘した。重ねて「金融システムの安定性に影響を及ぼす可能性がある」とし、マイナス金利政策に否定的な見解を示した。

佐藤委員はマイナス金利導入後の長短金利の急激な低下を受け、「(金融機関は)資産の逆ざややのリスクに直面している」と指摘。金融機関がバランスシートの圧縮を進める可能性があり、先行きは「潜在的な信用コストの高い貸出先への融資抑制、資金アクセスの乏しい企業の貸出金利引き上げなどの動きが広がる可能性がある」とした。

もともと1月の金融政策決定会合では当時の9人の審議委員のうち、佐藤氏を含む4人がマイナス金利の導入に反対していた。白井さゆり委員(当時)が「量的・質的金融緩和」の補完措置導入直後のマイナス金利の導入は資産買入れの限界と誤解されるおそれがあるほか、複雑な仕組みが混乱を招く恐れがあるとして、石田浩二委員(当時)はこれ以上の国債のイールドカーブの低下が实体经济に大きな効果をもたらすとは判断されないとして、佐藤委員は、マイナス金利の導入はマネタリーベースの増加ペースの縮小とあわせて実施すべきであるとして、木内登英委員は、マイナス金利の導入は長期国債買入れの安定性を低下させることから危機時の対応策としてのみ妥当であるとして反対を表明した。

このほか、会合では「海外中央銀行とのマイナス金利競争に陥る可能性がある」といった反対意見も出たが、別の委員からは「金融機関の収益に当面、負の影響が出ることは避けがたいが、1日も早いデフレ脱却が金融機関の経営環境改善にも重要だ」との再反論が出た。

〈債券市場など機能低下〉

マイナス金利の導入で金融市場の機能は急速に低下した。金融機関が期間1年未満の資金を融通しあうコール市場では、取引残高が急減した。マイナス金利の導入を決める前日の1月28日には有担保コール市場の残高は14.4兆円、無担保コール市場は8.0兆円だったが、2月16日には有担保コール市場が1.8兆円、無担保コール市場が2.8兆円となり、その後も

小幅な回復にとどまっている。

黒田東彦日銀総裁は3月に講演で「金融機関がシステムや実務面での対応を進め、市場がマイナス金利に慣れてくるにつれて、コール市場での取引量も増加していくと考えている」と予想していた。スイスやデンマーク同様、マイナス金利が適用される金融機関を出し手、ゼロ金利の枠が余っている金融機関を取り手とするマイナス金利での資金取引が広がるのではないかとの見方を示していた。

債券の流通市場は機能が低下している。日銀による大量の国債の買入れを受けて市場の流動性が低下し、市場参加者が意図した価格で債券を取引できなくなっているためだ。日銀が2015年2月から3カ月ごとに市場参加者への聞き取り調査をもとに集計・公表している債券市場の機能度判断指数（DI）は、2015年2月がマイナス25、5月がマイナス5、8月がマイナス5、11月がマイナス13、2016年2月がマイナス36と推移している。5月にはやや改善したとはいえ、マイナス33となっている。

公社債種類別店頭売買高（日本証券業協会調べ）をみても、2016年5月は合計で649兆円強と、2013年2月の641兆円以来の低い水準まで低下した。財務省の入札で仕入れて日銀に転売する「日銀トレード」などを除くと、取引参加者は少なく、わずかな商いで値が飛びやすい。関係者から「もはや市場とはいえない」といった声も出ている。

〈全国の銀行にしわ寄せ〉

マイナス金利政策に最も反発しているのは銀行だ。三菱UFJフィナンシャル・グループの平野信行社長は4月14日に東京都内で講演し、「リスクに戸惑っている。体力勝負の厳しい持久戦が長期化する」と銀行界への懸念を語った。具体的には「マイナス金利を個人や法人の顧客に転嫁しにくい。銀行界にとって短期的にネガティブ」と述べた。

マイナス金利政策による2017年3月期の減益要因は「すべて合計すると1,000億円程度」と平野社長はいう。具体的には変動金利貸出を中心とした利ざやの悪化で350億円、個人などの運用意欲減退による金融商品販売手数料減少で300億円、そのほかの取引悪化要因で350億円とみている。

同グループ傘下の三菱東京UFJ銀行は7月15日、国債の入札に特別な条件で参加できる「国債市場特別参加者（プライマリー・ディーラー）」の資格を返上した。国債の発行をめぐって財務省と意見交換する場に参加できるなどの特典がある一方で、発行予定額の4%の応札を義務付けられることが重荷になってきたためだという。国債をマイナス金利で購入すると、満期まで持つと損失が発生する。そんな国債を積み増すメリットが見当たらない

いことが資格返上の理由だ。

同行は今後、一般の機関投資家の立場で入札に参加する。グループの証券会社、三菱UFJモルガン・スタンレー証券とモルガン・スタンレーMUFG証券は資格を保持し続けるため、国債の消化がただちに滞るわけではなさそう。ただ、金融市場では日銀が追加緩和でマイナス金利の幅を広げにくくなったとの見方も出ていた。マイナス金利による損失拡大の懸念が強まれば、資格返上が他の銀行や証券会社に広がりかねない。

海外部門などに事業が多角化しているメガバンクと異なり、地方銀行はマイナス金利導入で収益環境が悪化する可能性が大きい。16年3月期は経常利益が上場63行単体の合計で過去最高だった。しかし、全国地方銀行協会の中西勝則会長（静岡銀行頭取）は6月15日の就任後初の定例記者会見で、マイナス金利政策について「各行で差はあるものの、国内を中心にやっている地銀全体にとっては収益に深刻な影響を与えている」と述べた。

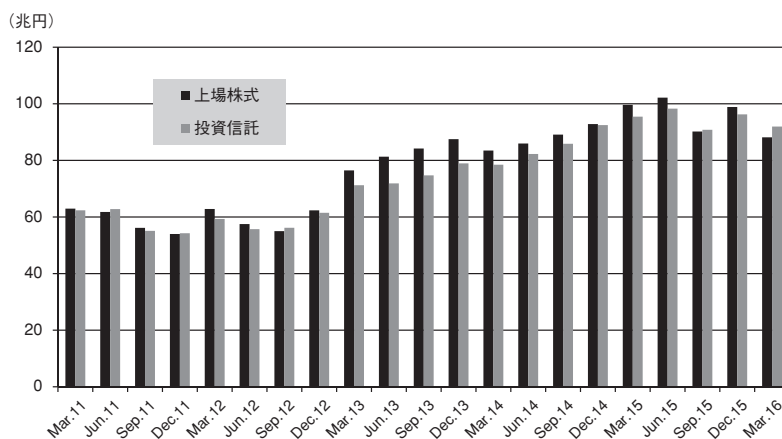
特に地域の資金需要が乏しいために、預貸率が低い地域金融機関への影響はより深刻で、生き残りのための再編などが喫緊の課題になりそうだ。90年を超える歴史を持つ農林中央金庫系の職域信用組合、甲子信用組合（東京・千代田）は6月27日の総代会で自主解散を決めた。農中職員向けに住宅ローンを出す福利厚生機関だったが、低金利競争についていけなかった。

ゆうちょ銀行は融資業務が認可されていない。ただでさえ資産運用の約半分を占める国債の利回りが低下し、収益が悪化している。このため、営業戦略面では「脱・貯金頼み」に力を入れ、2015年度から3年間で投資信託と変額年金保険を合わせて、残高を1兆円積み上げる計画を持っている。ただ、初年度の2015年度は約1,100億円の契約増にとどまり、なかでも投信の販売が伸び悩んでいた。

2016年度に取り組むのは投信の販売拠点の拡充と商品戦略の見直しだという。2016年3月末の販売拠点数はゆうちょ銀行本支店と郵便局を合わせて1,549カ所だが、これを100～200カ所増やす計画だ。商品戦略では複数の資産にリスクを分散させるなど初心者向け商品に力を入れるという。三井住友信託銀行、野村ホールディングスと共同で設立したJP投信の「JP4資産バランスファンド」などを積極的に売り込んでいく。

資産運用面ではプラスの利回りを確保するため、2016年度から海外の不動産やインフラ、未公開企業など代替資産への直接投資に積極的に取り組む。向こう5年程度で最大6兆円を振り向けるという。

(図4) 家計が持つ上場株式と投資信託



(出所) 日銀資金循環統計

〈証券界には逆風?〉

日銀がマイナス金利の導入を決めた直後には「証券ビジネスには追い風が吹いていると認識している。投資家の間で受け取る利息が少なくなる。株などに資金を移す動きがいつそう出るだろう」(野村証券幹部)といった声が出ていた。

実際、銀行預金の利率はマイナスにこそならなかったが、メガバンクでは定期預金を年0.01%、普通預金を年0.001%とぎりぎりの水準まで下げた。「同じ100万円でも定期預金の利息は年100円にすぎない。銀行株を買えば、配当だけで年3万~4万円を得られる」との声も出た。証券会社にとっては好機到来のはずだ。

ところが、株式の投資部門別売買状況を見ると、個人の株式の買越額は2月から6月に掛けて2,202億円にとどまった。投資信託概況によると、公募投信への資金流入額は2月から6月までの合計で1兆1,345億円の流出超となった。マイナス金利という「異常な政策」を前に、個人の投資マインドは冷え、資産運用は一段とリスク回避型になった。

日銀が6月17日に発表した資金循環統計をみても、2015年度末の家計の金融資産残高は1年前に比べて0.6%減の1,706兆円となった。減少は7年ぶり。特に上場株式が11.5%減の88兆円、投信が3.7%減の92兆円と奮わず、全体の足を引っ張った(図4)。現金・預金は1.3%増の894兆円だった。株式や投信の減少は株安や円高が影響し、時価評価額が下がった面が大きい。マイナス金利でも「貯蓄から投資へ」がほとんど進んでいないことが想像される。

証券会社の商品のすべてがダメだったわけではない。個人向け国債は3月債から7月債

までの合計で、前年同期を73.2%上回る1兆4,296億円の販売を記録した。最低利回りの0.05%が保証されていることが受け入れられた。海外REIT（不動産投信）を運用対象にした投信の売れ行きも良かった。

株式市場でも東京証券取引所第1部の売買代金が連日2兆円を割る薄商いが続いたが、東証マザーズ上場のバイオベンチャーが人気になるなど、局所戦は盛り上がっていた。円相場や外国人の売買動向に左右される東証1部銘柄を嫌った資金が、マザーズ市場で一か八かの勝負をしているのである。

とはいえ全体を眺めてみると、個人の投資意欲は冷え込み、証券会社の収益はガタ減りとなった。4月28日に出そろった主要証券21社の1～3月期決算は振るわなかった。野村ホールディングスは海外部門の不振も加わり、1～3月期の最終損益が192億円の赤字（前年同期は890億円の黒字）になった。

大和証券グループ本社は稼ぎ頭の国内営業部門で経常利益が75%減ったのが響き、純利益が前年同期比45%減の213億円になった。SMBC日興証券も国内営業が不振で、純利益は89%減の20億円弱になった。

4月以降も東証第1部の売買代金は低迷している。1～3月期は1日平均2兆5,576億円だったが、4～6月期の平均値は2兆1,439億円にとどまった。投信の販売も低調なままだ。4月から始まった未成年者向けの少額投資非課税制度「ジュニアNISA」も、金融庁の集計では口座数が3月末で7万8,168にとどまった。証券界に追い風は吹いてこない。

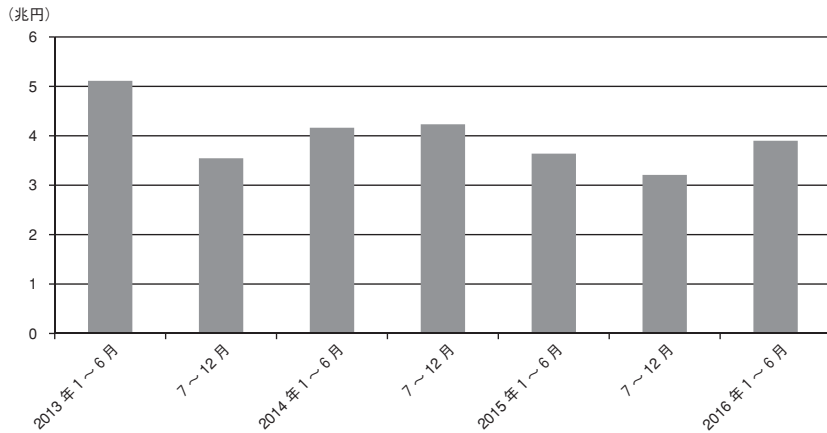
〈退職給付債務に影響〉

退職給付債務の割引率の引き下げで、収益計画が狂った企業もある。上場企業は2015年度末の割引率で計算した退職給付債務が2014年度末に比べて1割以上増えた場合には、貸借対照表上に負債として計上しなければならない。増加分を損益計算書に反映するためには当該年度または翌年度の単年度決算で一括処理をするか、従業員の平均残存勤務期間以内の一定の年数で定期的に処理するかを選ぶ必要がある。

大和ハウス工業が5月13日に発表した2016年3月期の連結決算は、純利益が前の期比12%減の1,035億円だった。本業の住宅やマンション販売、商業施設運営などは伸びたが、日銀のマイナス金利政策を受けた金利動向を勘案し、退職給付債務の割引率を変更したところ、特別損失が膨らんだ。具体的には退職給付債務の割引率を1.7%から0.8%に引き下げた結果、負担が849億円増加した。

LIXILグループも退職給付債務の割引率を国内金利の低下を受けて引き下げた結果、年金

(図5) 普通社債発行額



(出所) 日本証券業協会

関連の費用が営業段階で約100億円増加した。住友林業も割引率を1.2%から0.5%に引き下げたことに伴って発生した数理計算上の差異115億円を、販売費及び一般管理費に計上した。

NECでは長期金利の低下を受け、年金資産の想定利回りである期待運用収益率を2.5%から0.5%に引き下げた。2017年3月期には50億円前後の営業減益要因になるという。積水ハウスでは退職給付債務の割引率を1.4%から0.8%に引き下げた結果、約300億円の負担増が見込まれるという。これを営業費用として2018年1月期から5年に分けて計上し、処理する方針だ。

日本経済新聞社が主要企業100社に聞き取り調査をした結果、回答があった71社の影響額が合計で1,100億円を超えたという。回答企業の前期の営業利益合計額の2%弱に相当する。

会計専門家の間では、退職給付債務の計算で国債利回りがマイナスになっているときに、割引率としてマイナスをそのまま用いるか、ゼロを下限とするかが論点になった。日本の会計基準を設定している企業会計基準委員会(ASBJ)は3月9日に「マイナス金利に関する会計上の論点への対応について」と題する議事概要別紙を公表した。2016年3月期決算では「いずれの方法を用いても、現時点では妨げられないものと考えられる」と、企業に判断を委ねた。

〈企業、低利の資金調達に走る〉

低金利の資金調達に乗り出す企業も増えている(図5)。JR西日本は2月19日に償還期限が40年の社債100億円を発行すると発表した。民間企業が発行する国内公募の普通社債

としては、償還期限が最長となる。利率は年1.575%だった。

味の素は3月2日に7年物、10年物、20年物の3本建てで合計700億円の社債を発行した。20年債は同社としては初めて。超長期債は償還リスクが高まるため、鉄道や電力など公共業以外の企業の発行は珍しい。調達資金のうち、300億円は短期社債や借入金の返済に充て、400億円はM&Aほか成長投資に活用するという。

三井住友ファイナンス&リースは3月28日にマイナス0.001%の金利で50億円のコマーシャルペーパー（CP）を発行した。CPとしては初のマイナス金利だ。決済業務を担う証券保管振替機構（ほふり）が取引システムを改修し、マイナス金利でもCPを発行できるようにした。

日産自動車は4月8日に5年物、7年物、10年物の3本建てで合計1,250億円の社債を発行すると発表した。利率はそれぞれ0.15%、0.22%、0.33%と同社としては過去最低だった。

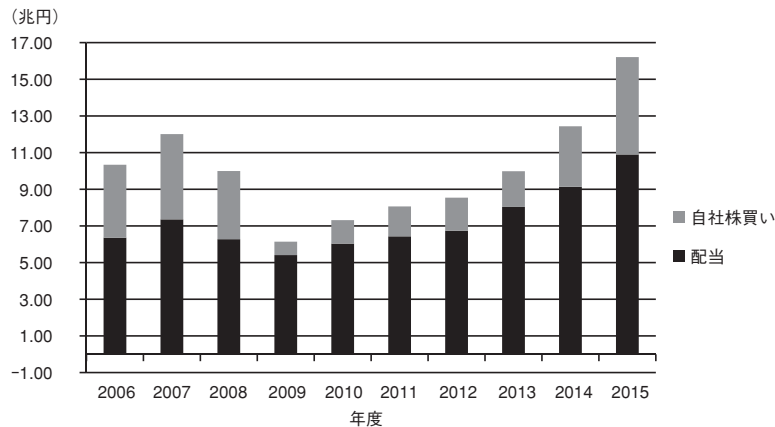
トヨタファイナンスは4月15日に期間3年の国内普通社債300億円の発行条件を決めたが、応募者利回りは0.02%と普通社債としては過去最低を更新した。同社は6月にも期間3年の国内普通社債200億円を発行した。6月7日に決まった金利は0.001%と最低記録をさらに更新した。

トヨタ自動車は5月に18年ぶりに満期までの期間が20年の超長期社債を発行した。金利は0.343%と20年物事業債としては、JR東海が4月に発行した社債の0.421%を下回り、過去最低になった。ほかにも野村不動産ホールディングス、大和ハウス工業、三菱ケミカルホールディングス、ANAホールディングスが相次いで20年債を初発行した。2016年1～6月の社債発行額は約3兆9,000億円と、3年ぶりに前年同期を上回った。

長期の劣後ローンで資金調達をする動きもある。出光興産が3月18日に期間60年の劣後ローンで1,000億円を調達すると発表したのを皮切りに、オリックスが5月25日に期間60年の劣後ローンで28社から合計940億円を調達すると発表。6月には三井物産が期間60年の劣後ローンで3,500億円、JFEホールディングスが期間60年の劣後ローンで約2,000億円を調達することも明らかになった。JFEでは超長期の事業資金を得て、国内製鉄所への先進技術導入や海外事業の拡大などに振り向けるという。

マツダは7月に2012年3月に劣後ローンで調達した700億円を、新たな条件の劣後ローンで借り換えた。既存の劣後ローンの利率は6カ月物の東京銀行間取引金利（TIBOR）に4.75%を上乗せした水準だったため、今回の借り換えによる年間の金利負担は数十億円減るという。

(図6) 上場企業の配当と自社株買い



(出所) 日本経済新聞

国債での運用が困難になった国内投資家が、プラスの利回りを求めて年限の長い社債に殺到している。これまで多くの投資家が敬遠し、利回りが高いまま放置されていたソフトバンクグループの社債なども買われ始めたという。三菱商事のように債券と株式の両方の性格を持った証券であるハイブリッド債を発行するところもある。企業にとっては、低コストで資金調達をする好機となっている。

〈自社株買いが増える〉

上場企業は2015年度に稼いだ純利益30兆6,000億円のうち、53%に当たる16兆2,000億円を配当や自社株買いのかたちで株主に還元した(図6)。日本経済新聞社が全国上場の約3,600社を集計したところ、配当の総額は前年度比1割増の10兆9,000億円と、初めて10兆円の大台に乗せた。自社株買いの実施額はアイ・エヌ情報センターの集計によると、5兆3,131億円とこちらも過去最高になった。

2015年6月にコーポレートガバナンス(企業統治)コードが導入され、株主重視の姿勢を求められたことが大きい。マイナスイ金利の導入で、余剰資金を抱え込んでいても利息収入が得られなくなったことも、企業の背中を押した。

実際、5月に入って自社株買いを発表した主な企業はトヨタ自動車(5,000億円)、KDDI(1,000億円)、三菱UFJフィナンシャル・グループ(1,000億円)、富士重工業(480億円)、味の素(300億円)、住友電工(200億円)などがある。

企業が自社株買いを活発化させているのは、発行済み株式数を減らすことによって、配当負担を減らすのが目的だ。株主重視の風潮のなかで、配当は業績が悪化しても減らしにくい。余剰資金を大口定期預金で運用しておくくらいならば、自社株を購入してその分の配当を節約するほうが、資金効率が高まるのである。日銀がマイナス金利を深掘りすれば、銀行は大口定期預金の金利をマイナスにする恐れもあり、余剰資金を抱えた企業はますます自社株買いに資金を振り向けざるをえなくなる。

〈マイナス金利の功罪〉

日銀がマイナス金利を導入したのは、実質金利を引き下げること、設備投資などの需要を喚起し、景気を刺激することが狙いだとされている。

実際、一部の企業はここぞとばかりに超長期社債を超低金利で発行し始めた。住宅ローンの借り換えなども活発になっている。黒田東彦日銀総裁は6月16日の記者会見で「住宅投資は明確に持ち直し、貸家が非常に伸びている。今後は住宅建設など、よりはっきりとした効果が出ると期待している」と話していた。企業の設備投資に関しても「低い実質金利で資金が調達できることを背景にかなりしっかりしている」と指摘する。

しかし、銀行は利ざやの悪化に苦しみ、保険会社は貯蓄性の高い保険商品の販売停止を余儀なくされた。証券界はMMFの運用停止に追い込まれ、企業は退職給付債務の増加への対応を迫られている。個人マネーが貯蓄から投資へ動いている様子もない。

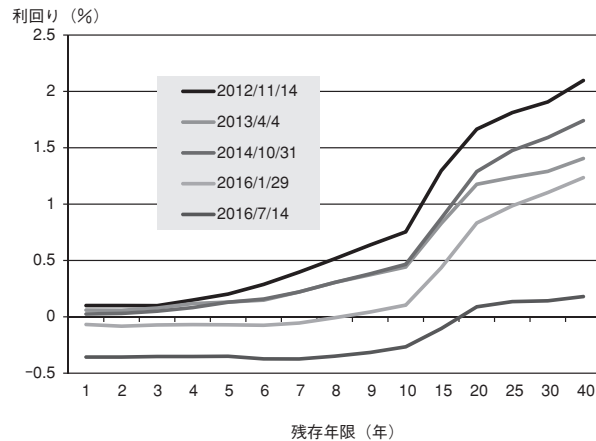
市場規律が失われるという問題もある。マイナス金利によって政府が財政再建を忘れ、無駄な支出を膨らませてしまったり、信用力の低い企業が実力以上の低金利で資金調達ができるようになったり、好ましくない事態を招く恐れがある。特に政府が自ら景気を刺激するため、日銀を財布として利用し始めたら、事実上のヘリコプターマネー政策だ。

日銀がマイナス金利で国債を買い入れることは、将来の増税要因でもある。償還まで持ち続けられれば、損失が発生し、将来、日銀から政府に支払う国庫納付金が減少したり、政府から赤字補填を受けたりしなければならないからだ。

マイナス金利政策はまだ副作用を上回る効果があったとは判定できない。日銀よりも先にマイナス金利政策を導入した欧州でも、スウェーデンやデンマークで住宅バブルが発生したことを除くと、これといった効果は報告されていない。

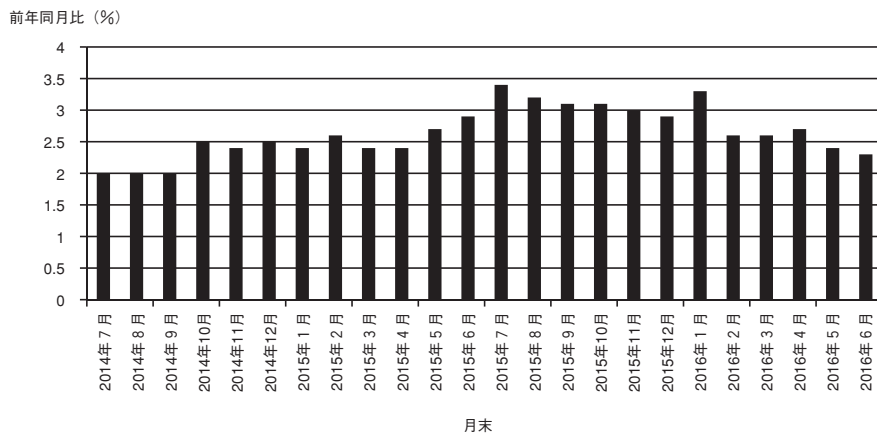
確かにマイナス金利政策によって国債のイールドカーブは大きく引き下げられた（図7）。しかし、全国銀行の貸出金は今年に入って前年同月比2%台の増加と、2015年11月まで同3%台の増加を続けていたのに比べて、伸び悩んでいる（図8）。貸出が伸びない

(図7) 国債の利回り曲線の変化



(出所) 財務省

(図8) 全国銀行貸出金



(出所) 全国銀行協会

点はECBも同様だ。

効果が出るまでマイナス金利を深掘りするという考え方もあろう。しかし、マイナス幅が大きくなれば、銀行は収益悪化への懸念から、貸出金利を引き上げる恐れがある。法人預金はもちろん、個人預金などからも手数料の徴収を検討する可能性がある。マイナス金利政策は金融緩和ではなく、金融引き締め策になってしまいかねない。

こうした悪循環から逃れるためには、成長戦略の加速によって潜在成長率を高め、金融政策への依存度を低くしていくしかない。もともと金融緩和策は時間稼ぎが目的だ。マイナス金利の副作用が大きくなる前に規制緩和を急ぎ、民間企業の投資機会を増やしていくことが何よりも求められる。

