

マイナス金利政策の考察

～その理論的基礎・意図と限界～



湯本 雅士

1. マイナス金利政策の採用

日本銀行が、いわゆる「マイナス金利政策」の採用を決定してからほぼ半年が経過した。当初、その新奇さにショックを受けた一般国民も、多くの学者・経済評論家の啓蒙努力の甲斐あって、ようやく落ち着きを取り戻したかのように見受けられる。一時話題となった金庫の在庫払底とか、1万円券の大増発といった噂も耳にすることが少なくなった。1万

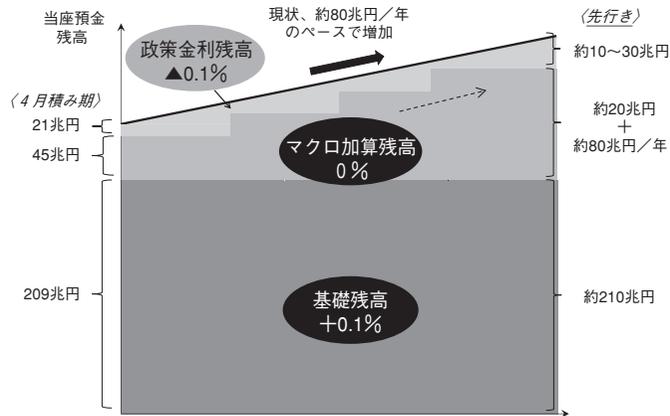
円券の増発は事実のようであるが、これにはマイナンバー制度の実施に伴う節税対策の意味合いが濃いとされている。

そもそも、「マイナス金利を適用する」と言っても、その対象は一般顧客の預金ではなく、金融機関の日本銀行当座預金、しかもそのごく一部に過ぎないことは、日本銀行自身の説明資料である図1が示すところである。このような三層構造をとった理由は、言うまでもなく、マイナス金利政策がもたらす金融機関（とりわけ銀行）収益への影響を極力限定的なものに止めようとしたことにある。マイナス金利政策の決定後、すでにそれ以前からマイナス領域の取引が珍しくなかった短期資金はもとより、中長期資金に至る広範な分野で金利全般の低下、ないしはマイナス化現象が見られた（イールドカーブの一段下方シフト）。長短金利差をもって基本的な収益源とする金融機関にとっては甚だ芳しからざる環境変化と言わざるを得ず、やや大げさに言

〈目次〉

1. マイナス金利政策の採用
2. マイナス金利政策の意図と効果
3. マイナス金利政策の理論的基礎
4. マイナス金利政策の限界
5. 金融政策の歩むべき道
6. 測定尺度の問題
7. FinTechを巡る若干の感想

(図1) 日本銀行当座預金残高の付利構造



(出所) 日本銀行

例えば、金融機関経営の脆弱化、金融システム全体の不安定化につながりかねない。日本銀行がこうした状況に格段の注意を払っていることは間違いない。

■ 2. マイナス金利政策の意図と効果

ところで、日本銀行が当座預金の一部にマイナス金利を適用することを決定したということは、一般に、この部分をいわば「追い出す」意図が示されたと受け止められている。「追い出された」資金の向かう先として直ちに思い浮かべるのは、国債か株式ないしは不動産、あるいは外貨である^(注)。国債に向かえば、いわゆる「ポートフォリオ・リバランス効果」を通じて中長期金利全般の低下に寄与するはずである。株式や不動産に向かえば、

それらの価格の上昇を通じて資産効果が期待でき、また、社会全体の心理状態改善に寄与するであろう。外貨に向かえば、(対外関係への配慮から、表立っては喧伝できないが)円安と、それに伴う効果(企業収益改善・輸出促進・物価上昇)が期待できる。

(注) 準備(日銀当座預金)への付利金利を引き下げれば、銀行はその分を貸出に充てるはずであるという議論をしばしば耳にする。しかしながら、預金取扱(すなわち信用創造が可能な)金融機関である銀行にとっては、準備は、それを取り崩して貸出に充てる、といった性格の資金ではない。この議論には、準備を保有する金融機関が預金取扱機関か否か、金融機関取引をミクロの視点で見るとマクロ的に把握するか(個別金融機関にとっての準備の減少も、金融機関全体としてみれば増減なし)という点を巡って混乱があるように見受けられる。

その後の経過を見ると、中長期金利の全般的な引き下げには確かに効果があったと明言できるが、株価については、国内経済活動に

減速の気配が濃厚であること、中国をはじめとする新興資源国の停滞が思いのほか深刻で、輸出の先行きが懸念されること、といった内外諸要因の影響が大きく、期待していたような効果は見られない。マイナス金利を採用したこと自体が、「日本銀行はそこまで追い詰められたか」というような受け止め方をされて、株価押し下げ要因として働いたという面も否定できない。為替については、これまで海外要因の影響を大きく受けて、むしろ円高に転ずるという場面も見られた。背景として新たに浮かび上がってきたのは、(おそらくは大統領選挙も絡んだ)日本の円安誘導策に対する米国の警戒的な姿勢であって、このことは、いくら「真意を説明」しても納得を得られない、厄介な問題である。

「追い出し」に触れたついでに、改めて日銀当座預金の三層構造を見てみると、法定準備及びいわゆる制度金融(貸出支援基金等)に見合う「マクロ加算残高」への適用金利をゼロとすることについては一応納得がいくとしても、当座預金の相当部分を占める「基礎残高」に依然としてプラスの金利が適用されているのが気になる。ここで日銀当座預金ないしは準備への付利の意義を詳述している余裕はないが、もともとは、ゼロ金利政策時代に、日銀の金利調節にとって必要不可欠な場である短期金融市場消滅の危機を回避するためにとられた措置であったところ、その後、2013年から始まった量的・質的金融緩和政策実施の過程で、マネタリーベースの積み上げ

を促進するという意味合いをも持つことになったものである。もしそうだとすると、一部とはいえ、日本銀行当座預金にマイナス金利を適用してこれを「追い出」そうとすることは、これまで取ってきた政策運営とは矛盾する行動となる(注)。

(注) この点については、最近における政策委員会審議委員佐藤健裕氏の講演を参照(2016.6.2)。同講演は、最近の日銀の政策運営についてのきわめて率直な所感表明であり、その内容は注目に値する。

一般に、昨今の日本銀行の政策がきわめてわかり難くなっている理由の一つに、そこに理論的な整合性・一貫性を見出すことが次第に困難になってきているということがある。黒田体制の特色は、「2年以内に2%の物価上昇を達成する」という、他の中央銀行では見られない強烈的な「インフレターゲット」を掲げ、それを実現する手段として、従来のコールレートに代えて、マネタリーベース(中央銀行当座預金プラス現金)を政策運営目標とし、長期国債等の大量買入れによって、マネタリーベースを年間約60~70兆円増加させる(後に80兆円に引き上げ)ことを新たな目標とした。いわゆる「量的・質的金融緩和政策」である。黒田体制発足当時とは、マネタリーベースを増加させることが、銀行貸出ひいてはマネーストックの増加につながり、それが経済を活性化させ、物価を上昇させてデフレからの脱却を可能とするという強固な「信念」に基づいて、そのような簡単なこと

も理解できないのか、といった調子の白川体制批判が横行していた時代であった^(注)。

(注) このことについては、拙著『金融政策入門』(岩波新書、2013) 200頁以下を参照。なお、マネタリーベースの拡大については、マネタリーベースの拡大すなわち中央銀行資産残高が大きく積み上がっているという事実それ自体がインフレ期待に働きかけ、実質金利の引き下げに寄与するという考え方もある。

それから3年半が経過した現在、黒田体制発足時には必ずしも明確ではなかったが、その後次第に明らかになってきたことも少なくない。このあたりで一度、量的・質的金融緩和政策の総点検・総括を行い、何が正しく、何が誤っていたかを明確にすべきではないか。それをせずに、一旦は放棄した金利政策への復帰としか受け止められない「マイナス金利政策」を打ち出したことが、政策の全体像をますます不明瞭・不明確なものとしているのではないだろうか。それは、単に「量的・質的緩和政策付きマイナス金利政策」(2016年1月29日政策委員会決定発表文) といった言葉の操作では済まない問題である。

■ 3. マイナス金利政策の理論的基礎

黒田体制批判はこの程度として、やや理論的な観点から改めてマイナス金利政策を考えてみよう。世間が騒いだマイナス金利ではあるが、現実社会に実在する実質利率を完全雇用下の均衡実質利率すなわち「自然利

率」と対比させて考える、いわゆるWicksellian regimeが主流的思潮となっている現在の金融学界においては格別新しい概念ではない。このことを簡明な形で表したのが、以下の有名なTaylor ruleである。

政策金利 = 目標物価上昇率 + 均衡実質金利 + α (現実の物価上昇率と目標物価上昇率間の乖離) + β (潜在成長率と現実の成長率間の乖離、すなわち需給ギャップ)

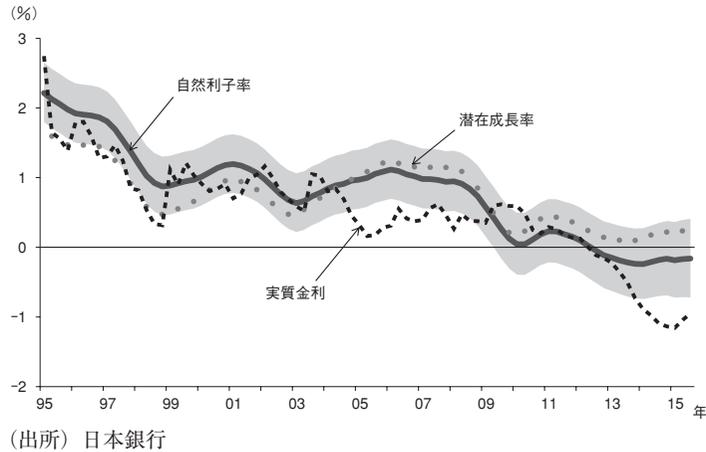
ただ、自然利子率は、いわば理想郷における実質利子率ともいべき理論的・観念的な存在であって、現実には観測できるものではない。その水準が具体的に何%なのかは、潜在成長率の計測と同様、経済モデルの構造如何に依存する。一方、実質利子率は現実世界のものであって、これまた有名な次のFischer方程式(の簡略形)によって表される。

実質利子率 = 名目利子率マイナス期待(予想)物価上昇率

金融政策は実質利子率それ自体を操作することは出来ないが、名目利子率を操作することは可能であり、それによって間接的に実質金利に影響を与えることが出来る。一昔前の、いわゆる「伝統的金融政策」のraison d'êtreがそこにあったことは言うまでもない。

Fischer方程式は、実質金利に影響を与える今一つの要素が期待物価上昇率であること

(図2) 自然利子率の推計と実質金利の推移



を教えている。もし金融政策によって期待物価上昇率を引き上げることが出来るならば、たとえ名目利子率が下限に達しても実質利子率に影響を与えることが出来るはずである。しかしながら問題は、金融政策が経済主体の期待(予想)を動かすにはどのようにすればよいのか、そもそもそのようなことが可能なのか、ということであって、周知の通り、この点を巡っては議論が絶えない。

上記のような文脈の下で、改めてマイナス金利政策を考えてみよう。そこで問題になるのは、現在自然利子率はどのようなレベルにあるかということである。調査研究機関によって推計数字は必ずしも一致しない(図2)が、仮にそれが潜在成長率とほぼ同水準(0.2~0.3%)であるとして、現実の実質利子率をそれに近づけるとしよう。ここで、もし、現在の期待物価上昇率がマイナス0.5%であったとすると、上記Fischer方程式によれば、

名目金利はマイナス0.2~0.3%である必要がある。伝統的金融政策時代には名目金利ゼロで思考を停止した(zero lower bound)が、ここでコペルニクス的転回を行って、名目金利をマイナスにし、それによってヴィクセル体系を貫徹してみようではないか・・・先行き物価下落が見込まれるデフレ時代におけるマイナス金利政策の理論的な基礎はこのようなものであると考えられる。自然利子率はすでにマイナス領域にあるという説もあり、その場合に必要とされる名目金利のマイナス幅はより大きなものとならざるを得ない。

■ 4. マイナス金利政策の限界

それではマイナス金利政策をさらに推し進める(黒田総裁の言葉を借りれば「深掘りする」ことは可能か。言うまでもなく、そこに立ちはだかるのは「現金」の存在である。準

備（の一部）にマイナス金利が付される際に予想される、金融機関による現金への逃避を考慮して、日本銀行は、現金残高が基準時以降急増した場合には、その分をマクロ加算残高から控除する（すなわち、政策金利残高〈マイナス金利付利適用部分〉がそれだけ増える）という対策を講じている。

マイナス金利政策決定時に一時世間が騒いだのは、それが一般顧客預金にまで適用されるのではないかと危惧したことによる。しかしながら、現金が存在する限り、仮に預金にマイナス金利を付すことになったとしても、その幅を現金の運搬・保管・保険にかかるコスト以上に広げることは出来ない。現金引き出しに手数料を課す、というのは一つの対応策であろうが、それがアナウンスされた時点で預金者がどのような行動をとるかを考えれば、あまり意味のある対策ではない。一部の学者は、そこで、かつて存在したGesell通貨のことを思い出し、その現代版ともいべきアイデアを提供している^(注)が、言うまでもなく知的遊戯の範囲を出ず、現実の政策とはなり得ない。そもそも銀行券が法貨とされている現在、それを定期的に強制減価させる政策はまさに徴税に他ならず、日本銀行が決定できることではない。

(注) 例えば、岩村充『中央銀行が終わる日』（新潮新書、2016）。現金の価値を漸次減価させることを目的としてGesellが提案したスタンプ付紙幣については同書218頁以下を参照。岩村氏は、すべての通貨を電子化し（たとえばビットコインが支配的になった世界を想像すればよい）、FinTech技術を駆使して、それが一斉に漸次減価し

ていく現代版Gesell通貨ともいべきシステムに魅力を感じている模様である。

金融機関の資金調達サイドにこのような壁がある時、金融政策当局がマイナス金利を「深掘り」する余地はきわめて限られている。そのことは、マイナス金利政策の先駆者の一人ともいべきECBのDraghi総裁が言外に匂わせているところである（現在、ECBのdeposit facilityに適用されている金利はマイナス0.4%である）。

■ 5. 金融政策の歩むべき道

すでに紙数が尽きたため、今後政策当局がどのようなスタンスで政策運営にあたるべきかを詳細に論ずる余裕はないが、思いつくままに、とりあえず箇条書的に記すと次のようになろう。

① 一般に、デフレとは「低（時にマイナス）成長率・低物価上昇率」現象が長期にわたって持続することであり、そのことが経済活動に様々な問題を引き起こすことについては異論はない。

② それでは、この問題は、金融政策によって改善させることが出来るのか。まず、成長率であるが、成長会計における三つの要素、すなわち労働量・資本量及び総生産性（TFP）のいずれをとってみても、その性格上、金融政策が果たすことが出来る役割はきわめて限定的なものにならざるを得ない。グローバル

化という外部要因と、労働人口の漸減という内部要因の両面で経済環境が根本的に変化しつつあるこの時に、潜在成長力の引き上げを図るためには、やはり思い切って古い衣を脱ぎ捨てる勇気と知恵が必要である。それを成し遂げるのは政治の力であり、それをベースとした構造改革の努力であることは言うまでもない。

③ 通貨量に直接間接影響を与えることが出来る金融政策と物価との関係は、実物経済に比べれば親和性が高いということが出来ようが、ここでも問題は簡単ではない。前述したとおり、マネタリーベースとマネーストックとの関係は、一部論者が主張するほど単純なものではない。加えて、物価は金融政策の手の及ばぬ要因によって大きく振り回される。そのことは、今回の原油価格の低下によっていやというほど見せつけられたところである。

④ 黒田体制下の金融政策は、確かにやや極端と言えるが、その大元は、欧米先進国中央銀行が推進しているところとそれほど大きく変わることはない。その結果についていろいろ批判があることは当然であるが、近年の失業率の低下、有効求人倍率の上昇等に見るように、少なくとも雇用環境の改善という点については見るべき成果を挙げたというのが公平な見方であろう。

⑤ 問題は物価であるが、当初掲げた「2年以内」の看板は下ろしたとしても、なお期限付きで「2%」の実現にこだわり、様々な金

融緩和手段を「深掘り」することには果たしてどのような意味があるのであろうか^(注)。「2年以内に2%」の旗印は、確かに人心一新の役割を果たしたが、その旗印を降ろしたからと言って、黒田体制に対する不信感が増すというような状況ではあるまい。最近では、物価目標達成を焦るあまり、いわゆる「ヘリコプターマネー」論を唱える論者も散見されるが、負担なき給付を求めるその姿勢に、国民的モラルハザードの極度の劣化を見るのは筆者のみであらうか。

(注) このことについては、前掲佐藤委員講演を参照。佐藤氏は、目標物価上昇率とその達成期間についてより柔軟な姿勢を取ることの必要性を説いている。なお、負担なき給付を求める国民の姿勢については、拙著『日本の財政はどうなっているのか』(岩波書店、2015) 228頁以下を参照。

■ 6. 測定尺度の問題

最後に、上記にも関連する問題であるが、「デフレ」の程度を測る「物差し」のことに一言しておく。「2年以内に2%」の看板は、現行の消費者物価指数が実際の物価動向を正しく反映している、という前提で成り立っているが、果たしてそれは本当か。消費者物価指数を作成している総務省の担当者が指数の質の向上を目指して日夜努力を行っていることは勿論評価しなければならないが、「2%」がどれほどの意味を持つかを知るためには、一般の人々が、消費者物価指数の構造についてより突っ込んだ知識を持つ必

要がある。日本銀行が最近、従来のヘッドラインやコアだけではなく、その他にも様々な加工を行ったシリーズを発表するようになったのは、そうした方向への一歩前進であると考えられる。同様の試みは、(なお試行錯誤の段階ではあるが)たとえばSRI一ツ橋大学消費者購買単価指数などに見ることが出来る。

「物差し」問題は、成長率を表示しているとされるGDP統計にもある。単純に成長のテンポを測るだけでなく、国民の経済厚生を測る尺度として、現行のGDP統計が妥当かどうかはかねてから議論のあるところである(たとえば、GNI指標をより重視すべきだ、という意見等)。そうした検討を怠ったままで、相変わらず「消費の伸び悩みによる成長率の低下」といった決まり文句を繰り返すことで、世の中の空気を重くしているのではないかという疑問である。

現行GDP統計については、重厚長大時代の名残が濃く残り、その後のIT技術の発達をベースとした産業構造の変化が十分に盛り込まれていないという指摘があつてから久しいが、国民は、そのことについて十分な情報がないままに数字だけを与えられている。さらに、国境ベースというこれまでの基準が災いして、グローバル化時代の企業活動が十分に捉えられていないという指摘も無視できない。昨今しばしば話題になる企業の投資不振というイメージも、その海外活動を勘案した場合には大きく変化するはずである。

■ 7. FinTechを巡る若干の感想

先に、マイナス金利政策の障壁となる現金の問題を回避するための方策としてFinTechの利用について触れた。本稿の主題とは直接的な関係はないが、事のついでにそのことについて一言しておく。

もともと金融取引は、本質的にその時々々の先端テクノロジーときわめて親和的である。現代の先端テクノロジーは勿論ITであるが、金融のIT化が如何に進んでいるかは、かつては物質的存在であった通貨、あるいはその変形としての各種の金融商品(株式・債券等)が、いまやコンピュータ内の電子の動きと化している(ペーパーレス社会)という事実を考えてみればよい。より身近な例としては、ATMやパソコンを通じて遠隔地へ送金する為替取引などが念頭に浮かぶ。このように、我々はすでにFinTech時代の真ただ中にあるのであるが、昨今言われているFinTechは、それをもう一歩か二歩進め、コンピュータの発達によって可能になった大量のデータの集積(いわゆる「ビッグデータ」)や、「ブロックチェーン」と呼ばれている技術を利用して、今よりさらに迅速円滑かつ低コストで金融取引を行うことを目的として様々な工夫を凝らすところに特色がある。その背景には勿論、いち早くグローバルスタンダードを確保し、創業者利益を独占することを狙っている企業家達の熾烈な競争がある。

インターネットの発達に伴って急成長しているこうした新サービスの盛り上がりを批判したり否定したりすることは適切ではあるまい。それらは、それなりに金融取引の速度と利便性を高め、コストの削減に役立っていると評価できる。しかしながら、金融取引は本質的にトランプカードで出来ている城に似ている。城を構成しているカードの僅か一枚の揺らぎが城全体の崩壊を招く危険は常に潜在する。インターネット取引の頭痛の種であるサイバー攻撃にどう対処するかという問題も無視することが出来ない。FinTechの推進論者の中には、こうした方面についての配慮や検討が十分でないまま、新たな商売の種とし

て声高に新サービスのメリットだけを喧伝するという傾向がないとは言えない。

金融システムの安定性維持に責任を持つ金融当局者の方では、次々と現れる新サービスの把握に精一杯で、FinTechの野放しの展開が金融システム全体にどのような影響を及ぼすか、万一システムの安定性に疑念が生じた時にどのように対処すべきかについての準備がなお十分に出来ていないのではないかという懸念がある。ここはひとつじっくりと腰を据えて、こうした点について突っ込んだ検討を行い、万全の態勢をとっておく必要があると思われる。

