

# マイナス金利付き金融緩和の 誤解とリスク

日本銀行は物価目標2%を早期に実現するため、金融機関が日本銀行に預けている当座預金の金利をマイナスにする異次元金融緩和の第3弾を発表した。しかし、この政策にはいくつかの点で誤解がある。そもそも日本のデフレは金融緩和によって解決できる性格のものではない。海外要因による物価の変動を金融政策でコントロールできると誤解している。

また、金融仲介機能を低下させ、日本銀行の収益を悪化させるだけでなく、財政規律を弛緩させるリスクなども無視できない。

日本経済が真に活力を取り戻すためには、個々の企業が創意工夫によって自らの企業価値を高めることが不可欠である。

## マイナス金利付き 金融緩和策の概要

1月29日、日本銀行は金融機関が日本銀行に預けている当座預金の金利を0・1%からマイナスにすることを新たに盛り込んだ異次元金融緩和の第3弾を発表した（金利は金額の多寡や預金の性格により▲0・1%、0%、0・1%の3種類に分かれる）。

日本銀行は、今回の緩和策は2%の物価目標を早期に実現するための措置で、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」と名付けている。今後は量・質・金利の三つの次元で緩和手段を駆使して金融緩和を進めていくとしている。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」のポイントは次の3点である。

第1は、日本銀行に金融機関が預ける当座預金の金利に▲0・1%のマイナス金利を適用すること、今後必要であればさらにその金利を引き下げるとしている（実施は2月16日）。従来、日本銀行の当座預金は無利子であったが、2008年10月に0・1%に引き上げられ、それが今回の措置により、当座預金に▲0・1%のマイナス金利が適用されるようになった。

第2は、「量」における金融緩和で、今後もマネタリーベースが年間80兆円に相当するペースで増加するよう金融調節を行うことになる。

第3は、「質」における金融緩和で、資産買い入れにおいて、長期国債の年間買い入れ額をこれまでどおり80兆円とするが、買い入れの平均残存期間を7年〜10年程度から7年〜12年程度に拡大した。こうした日本銀行の緩和策に対しては賛否が分かれている。

賛成とする意見は、これによって円安や株高が進むので、企業収益は改善しマインドも明るくなるとしている。金融機関が日本銀行に預けている当座預金がマイナス金利になれば、金融機関は企業や個人に積極的にお金を貸そうとするので、景気に良い影響を与える。円安になれば、企業の輸出手取り額が増えるのでその面からも企業収益の改善が期待できると評価している。

一方、反対意見は、現在の物価の下落は原油価格の大幅な低下によるところが大きい。生産活動の停滞も、中国経済の大幅な減速やアメリカ経済に対する先行き懸念等によるところが大きく、日本に

できることは限られている。すでに日本の企業は史上最高の利益を計上しており、金利が多少下がったから設備投資を増やすといった行動はとらないだろう。思い切った金融緩和を行わなくてはならないということは、2度にわたる異次元金融緩和の限界をあらわしているのではないかとするものである。

## 異次元金融緩和の誤解

マイナス金利付き金融緩和策は、「お金を金融機関に預けたら金利を支払わなくてはならない」というものであったため、多くの国民を少なからず戸惑わせた。しかも突然の発表であったため、「いずれは一般の預金にもマイナス金利が適用されるのではないか」との不安も生じた。

もつとも、こうした点は別にしても、「物価目標2%を実現するための異次元金融緩和」にはそもそも以下の点で誤解がある\*。

### ①デフレの原因の理解不足

第1の誤解は、デフレが長期にわたって続いた原因に対する理解が正しくないということである。

国内需要が乏しいというのであれば、景気を良くするために金融

を緩和し投資意欲を喚起する方法は間違いではない。しかし、わが国の物価が長期にわたって低迷を続けたのは、国内需要の落ち込みが直接の原因ではない。日本の所得が海外に流出し、その結果、日本が貧しくなり需要が減退してしまつたことによるところが大きいからである。

海外に所得が流出した原因は、原油価格の上昇によって海外に支払わなくてはならない金額が増加したことであつた。2003年から08年にかけて原油価格は4〜6倍に上昇した(20〜30ドル/バレル↓133ドル/バレル)。これは先進国経済が回復したことに加え、中国等の新興国経済が急成長し原油に対する需要が大幅に増えたことが主な理由であつた。もう一つの原因は、輸入コストの上昇を輸出価格の引き上げでカバーできなかつたことである。それには最大の輸出産業であつた電気機械の価格が大幅に低下したことが大きい。日本の輸出産業に占める電気機械のウエイトは2000年には29・8%もあつた。その電気機械の輸出価格が半値以下になつてしまつた(ドル建て輸出物価は2000年=100の指数で14年45・5、15年44・4)。

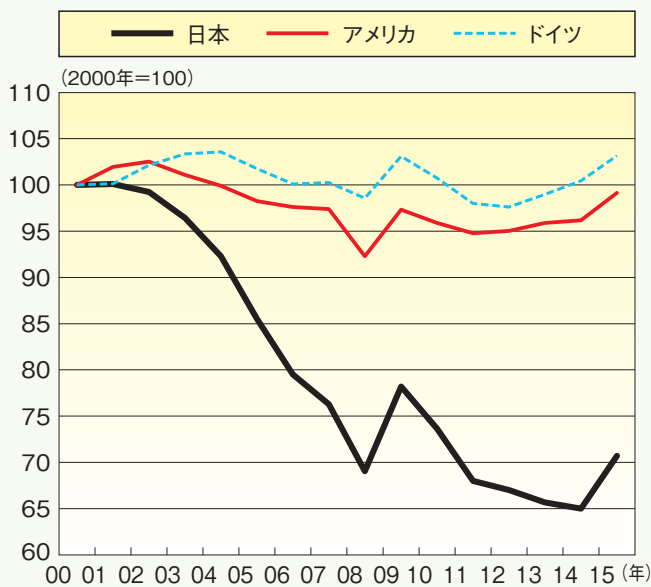
要するに、価格下落の続く電気機械の輸出が高いウエイトを占めていたため、輸出価格が輸入コストの上昇をカバーできず、海外に所得が流出し国内需要が減少したわけである。このため日本の企業は収益と賃金を圧縮し販売価格を引き下げた。企業収益の減少や賃金の低下がさらなる需要の減少をもたらし「負のスパイラル」に陥つた。

ちなみに、輸出物価を輸入物価で割つた日本の交易条件は、**図1**にあるように、2000年代に入り大きく悪化(低下)した。ボト

ムとなった2014年の交易条件は00年を▲35%も下回つた。輸出の名目GDPに対する比率と輸入の名目GDPに対する比率を平均すると14年は19%である。このことは交易条件の悪化によって名目GDPが▲6・7%(=▲35%×19%)押し下げられたことを意味する。2014年の名目GDPは00年の名目GDPを▲5・8%下回つたわけであるから、この間の名目GDPの落ち込みは「交易条件の悪化」によって完全に説明できるのである。

このような海外要因によって生

図1 日米独の交易条件 (= 輸出物価 ÷ 輸入物価)



データ出所：内閣府、FRB、ブンデスバンク

じたデフレを金融政策で解決するのは無理である。解決策は、企業が自ら提供する商品やサービスの付加価値を高め、海外でも十分に競争できる体質、企業構造に変えることである。とりわけ電気機械業界の体質強化が急務である。政府や日本銀行がすべきことは、こうした「事実」を国民に正しく伝え、企業の構造改革、意識改革が進展するようサポートすることと、エネルギーコストの削減や多様化に向けた側面支援である。

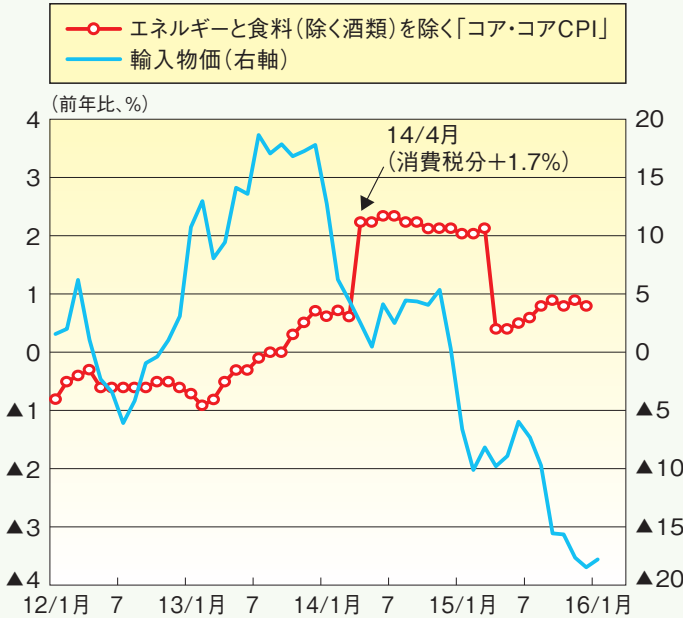
## ② 国内物価と輸入物価の混同

第2の誤解は、目標とする物価に無理があるとすることである。

物価には大別すると2種類ある。それは国内物価と輸入物価である。

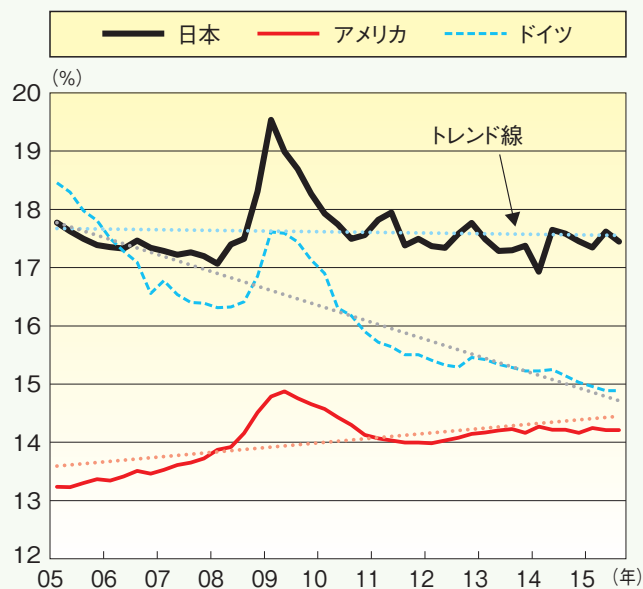
国内物価は、自国の需要が強まれば上昇し、需要が弱ければ低下するので、金融政策によるコントロールの対象となる。消費者物価でいえば、全体の消費者物価からエネルギーと食料を除いたコアCPIである。日本銀行は昨年「エネルギーと生鮮食品を除く消費

図2 国内物価（コアCPI）と輸入物価



データ出所：総務省、日本銀行

図3 過去10年間の設備投資比率（注）



（注）分子：過去10年間の実質設備投資の年平均、分母：その期の実質個人消費と実質輸出の合計。

データ出所：内閣府、FRB、ブンデスバンク

者物価指数」を計算し公表した。これも国内物価として妥当なものである。

これに対し輸入物価は、図2にあるように原油価格の大幅な変動を受け上下に2割近く変化してきた。輸入物価は海外の需給や為替の変動によって変化するため自国の金融政策ではコントロールできない。国内物価に目標を設けることにはある程度の説得力があるとしても、金融政策でコントロールできない輸入物価を政策目標とするのは適当でない。それにもかかわらず日本銀行が輸入物価を含め

た国内物価を目標として設定し続け、コントロールしようとしているのは理解に苦しむ。コントロールできないものをコントロールしようとするから極端な金融緩和を行わなくてはならないのである。アメリカの中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）が重視しているのは当然のことながら「エネルギーと食料を除く国内物価」である。アメリカの場合も、厳密に言うと輸入品が混入している、それがアメリカ経済に対する見方を弱体化させる一因になっているが、それでも日本のようにエ

ネルギーを丸々混入させる過ちは犯していない。

## ③ 金融緩和への過剰な期待

第3の誤解は、需要がなければ貸出は増えないという最も基本的な「事実」が理解されていない、ということである。

高度成長期のように資金需要が旺盛なときには金融緩和は効果があった。しかし、金融が十分に緩和し、企業が手元資金を潤沢に保有し、加えて先に述べたような経済の下では、余った資金は株式市場に流れて株価を押し上げ、ある

いは海外に流出して世界の金融市場を不安定化するだけである。2度の経験でそのことは明らかであるにもかかわらず再三繰り返されたのが今回の緩和策ということになる。

ちなみに、図3は、過去10年間の設備投資の累積額(年平均)を、それが対象とする、その期の個人消費と輸出の合計額で割った「設備投資比率」である。リーマンショックの際には分母の輸出が大幅に減少し一時的に上昇しているが、均してみれば17〜18%の範囲にある。このことは日本の設備投資は必ずしも弱いわけではないことを示しており、むしろアメリカ(約14%)やドイツ(約15%)に比べるとまだ高い水準にある。

#### ④「期待」への過剰な期待

第4の誤解は、人々の物価に対する「期待」を変えることができれば物価を上昇させることができると考えていることである。

確かに、多くの人々が同じような「期待」をもって行動すれば現実を変えることができる場合もある。しかし、日本経済のデフレの原因は前述のような「現実的な出来事」にあり、「弱気な期待」がデフレの原因ではない。デフレに

なった原因を根本的に解決しないまま「デフレマインドをインフレマインドに変えれば解決する」と考えるのは誤った理論に依拠した過剰な「期待」である。

### マイナス金利付き金融緩和のリスク

マイナス金利を伴った金融緩和は足許の株式市場や債券市場等にさまざまな影響を与える可能性があるが、長い目で考えても多くのリスクを内包している。

#### ①金融仲介機能の低下のリスク

第1のリスクは、市場金利の低下が短期金融市場を弱体化させ、金融機関の収益を圧迫し、正常な金融仲介機能の障害になるリスクである。

2008年10月の金融緩和の際、0%であった日銀当座預金の金利を0・1%に引き上げた背景には、01年から06年にかけてのゼロ金利によって市場部門の収益が悪化し、短期市場の運営に困難が生じたこともあったと言われている。それが一部とはいえ▲0・1%まで引き下げられ、更なる引き下げもあるとなると、再び短期金融市場に悪影響が及ぶことが危惧される。日本銀行では金融機関の収益が圧

迫されてもいずれ貸出が増え、物価目標が達成されるので収益の悪化は一時的なものに止まるとしているが、貸出が増えなければそうはならない。

#### ②債券バブル崩壊のリスク

第2のリスクは、すでに高値水準にある債券価格が暴落し、金利が上昇することによって生じるリスクである。

債券市場はすでにバブルの状態にある。運用先のない資金が債券市場に流れ、マイナス金利になる状態はバブルというしかない。将来、原油価格の上昇等によって輸入物価が上昇すると物価全体が上昇するので債券価格が下落、債券利回りが上昇する。そうすると大量に国債を購入している日本銀行に多額の含み損が発生する。日本銀行の経営が悪化したとき、人々は日本銀行の借用証書である日本銀行券を安心して保有し続け、また使用するのには難しい。

#### ③財政規律の弛緩のリスク

第3のリスクは、財政規律の弛緩のリスクである。

政府が発行している大量の国債を日本銀行が事実上引き受けるのが異次元金融緩和の基本的なスキ

ームである。バブル崩壊以降、「財政支出を増やせば景気が良くなる」と期待され続けてきた。しかし、景気は回復せず巨額の国債が積み上がり、今やその水準は世界的にも例を見ない高さにある。それにもかかわらず異次元緩和という名の下で支障なく発行され日本銀行に保有されている。このような状態が今後も続くことの「しわ寄せ」はいずれ国民にくるしかない。

#### ④モラルハザードのリスク

第4のリスクは、困ったときには日本銀行や政府が助けてくれるという「他力本願」の風潮を是認、助長するリスクである。

異常とも言える金融緩和は、今や「先進国の悪しき風潮」となっていて、アメリカやヨーロッパでも量と金利の両面で強力な金融緩和が行われてきた。必死で先進国にキヤッチアップしようとしている新興国や開発途上国に追い越されないうためにも節度ある政策運営が求められている。

(株)京都総合経済研究所  
東京経済調査部長 村山晴彦

\* 過去2回の異次元金融緩和の問題点等については拙著『何が日本経済の本当の問題か』(多賀出版、2015年6月)を参照願いたい。