

マイナス金利政策の評価と展望

主席研究員 南 武志

1 マイナス金利政策の背景

日本銀行は、日本経済の健全な成長を阻害してきたデフレからの完全脱却を目指して2013年4月から大規模な金融緩和(量的・質的金融緩和)を続けている。当初、行き過ぎた円高状態が是正されたほか、景気回復期待が強まった結果、前年比下落が定着していた消費者物価を上昇に転じさせ、一時は1%台前半(消費税要因を除く)まで上昇率を高めるなど、期待を上回る効果もあった。

しかし、消費税増税後は、国内景気の低迷に加え、原油価格の大幅下落などにより、物価上昇圧力は沈静化し、15年度入り後はゼロインフレが続いた。加えて、16年年明け前後から世界的に金融資本市場が不安定な状態となり、内外景気の停滞が長期化するとの懸念が高まった。こうした状況の下、日本銀行は1月28～29日に開催した金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」に加えて「マイナス金利政策」を採用することを決定した。

2 マイナス金利政策のスキーム

金融政策として実際にマイナス金利が適用されるのは、金融機関が日銀に預け入れている「日銀当座預金」のごく一部である。しかし、同政策によって市場金利は大きく低下し、マイナス状態が定着するものも出現した。

日銀は、マイナス金利政策の導入に当たり日銀当座預金を①基礎残高(15年での平均残高に相当する分)、②マクロ加算残高(所要準備に

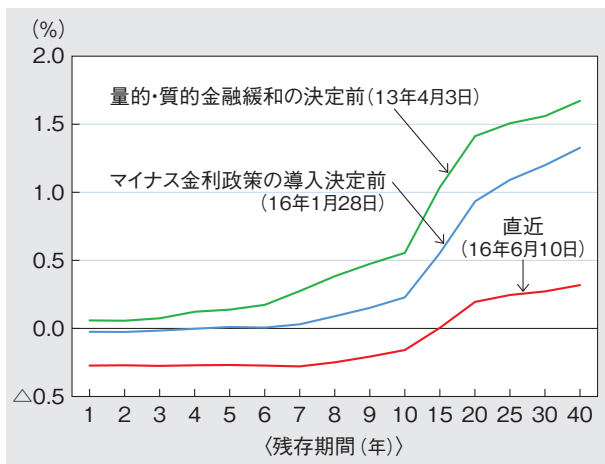
加えて、マネタリーベースを年間80兆円の増加ペースで増やすという政策手段により、マイナス金利が適用される残高が累増していくことを防ぐためのもの)、③政策金利残高(上記の2つの残高を超えて金融機関が保有するもの)の3つに分け、それぞれ0.1% (従来どおり)、0%、△0.1%の金利を適用している。なお、5月の準備預金積み期間(5月16日～6月15日)における日銀当座預金残高(平残、以下同じ)は276兆円で、うち政策金利残高は20兆円で、基礎残高209兆円には引き続き付利がなされている。

3 経済・物価への影響や期待される効果

マイナス金利の適用が開始されたのは2月16日(2月の準備預金積み期間の開始日)だが、決定直後から国債利回りは急低下した。米国の利上げ開始が意識され始めた15年秋以降、米ドル保有ニーズが高まったことの余波を受けて残存3年までの国債利回りはいち早くマイナスとなっていたが、同政策の導入発表後はマイナスになる年限の国債が次第に増えていった。2月下旬以降は残存10年の国債利回りがマイナスとなったが、6月上旬には残存40年の国債利回りも0.3%台前半まで低下する場面もあった(第1図)。

企業の借入金利も大きく低下しており、信用度の高い高格付け企業ではマイナス金利での資金調達も可能となっている。また、金融機関は預貯金金利や住宅ローン金利なども引き下げている。ただし、預貯金金利について

第1図 押しつぶされたイールドカーブ



資料 財務省

は現時点でマイナスにはなっていない。

さて、マイナス金利政策の効果であるが、一段の金利低下が企業の設備投資行動や家計の住宅購入を刺激することが期待されている。また、金融機関が国債以外の資金運用手段、例えば、本業である企業・家計などへの貸出を増やしたり、株式や外国債券などリスク性資産への運用を増やしたりといった行動が強まる可能性もある。さらに、日米金利差の拡大から為替レートの円高傾向に歯止めをかけ、輸出を促進もしくは物価を押し上げるといった動きも考えられる。こうした所期の目的が達成されれば、景気・物価には一定のプラス効果が出るだろう。

しかし、マイナス金利政策に否定的な見方も少なくない。リーマン・ショック後の世界金融危機を受けて、金融機関は極力リスクをとらないよう規制がかけられており、リスク資産の購入や貸出を大きく増やすことは難しい。また、一般の金融緩和策では拡大する利鞘が、今回のマイナス金利政策の導入では大幅に縮小しており、金融機関が貸出を増やそ

うという誘因は乏しい。そのため、金利低下の恩恵は十分行きわたらない可能性がある。なお、万一、同政策の効果が小さく、マイナス金利幅が拡大された場合、金融機関や金融システムへの不安が高まるリスクもある。

4 今後の政策運営

日銀は、国内企業の収益率(ROA)は4%であり、足元の借入金利(1%程度)の下で設備投資をしても十分な収益を得られることから、同政策は投資拡大を促し、雇用拡大や賃金上昇につながっていくと期待しており、17年度中には前年比2%に設定した物価安定目標を達成できるとの見方を示している。

しかし、金融市場参加者のほとんどは、賃上げ圧力が乏しく、原油安や円高などが継続する状況を考慮すると同目標の達成は見通せる状況にはないとみている。その場合、デフレ脱却の早期達成を最優先の使命として課せられている日銀は追加措置を講じることを余儀なくされると予想している。

両者の見通しの違いは、金融政策決定会合前後の金融市場を不安定にさせる可能性が高いが、当総研でも日銀は実際に追加緩和に踏み切る可能性が高いと予想している。ただし、「量」の一層の拡大は買入れオペでの札割れ頻発を招きかねず、「限界」が前倒しになる可能性もある。「金利」の深掘りは前述のとおり、金融機関や金融システムへの悪影響が懸念される。「質」についても、中央銀行が株式市場などに深く関与してもよいか、という問題がある。なかなか「次の一手」を検討するのが難しい面があるのは否めない。

(みなみ たけし)