

日銀によるマイナス金利政策中止の必要性

衣川 恵

はじめに

- 1 日銀のマイナス金利政策導入の経緯
 - (1) 異次元の金融緩和
 - (2) 達成できない2%の物価上昇目標
- 2 日銀のマイナス金利政策の概要
 - (1) 日銀当預の一部マイナス金利
 - (2) 日銀当預のプラス金利臨時措置の継続
 - (3) QQE導入後の政策効果に関する日銀の検証
- 3 日銀のマイナス金利政策の影響
 - (1) 短期金利に対する影響
 - (2) 消費者物価に対する影響
 - (3) 設備投資向け貸出金の低迷
 - (4) 設備投資及び消費支出に対する影響
 - (5) 銀行の金融仲介機能の阻害
 - (6) 国民の預金利息の奪取
- 4 マイナス金利政策の中止とその対策
 - (1) 日銀当預のプラス金利の廃止
 - (2) 外為市場への適切な介入
 - (3) 物価中心主義からの脱却

むすび

はじめに

2013年3月に就任にした黒田東彦日銀総裁は、異次元の金融緩和を続けてきたが、2016年1月にはいわゆるマイナス金利政策を実施することを決定し、翌2月から実施した。この日銀のマイナス金利政策は、かなり怪奇なものであり、日銀当座預金を3分割して、その一部にマイナス0.1%の利子を課し、他の部分をプラス0.1%と0%の金利にするというものである。

当座預金というものは、一般に決済に使用されるものであり、市中銀行における当座預金はゼロ金利であり、付利がない。日銀当座預金も2008年10月まではゼロ金利であり、付利がなかった。ところが、リーマンショックが生じた08年の11月から翌年4月までの臨時措置として付利が行われることになった。しかし、その後もこの臨時措置を継続したために、複雑怪奇なことになってしまった。

筆者は、マイナス金利政策を除いて黒田日銀総裁が行ってきた「異次元の金融緩和」を臨時的措置として支持してきた。しかし、日銀のマイナス金利政策は弊害が大きく、日本経済の現状に照らしても早期に中止すべきであると考え。また、国債の買い入れもそろそろ減少させていく時期に来ている。

民主党(その後、民進党に改称を余儀なくされ、さらに民進党・立憲民主党・希望の党に分裂していった)などの野党は、異次元の金融緩和が実施される際にはハイパーインフレーションが発生すると大騒ぎをしたが、ハイパーインフレーションの萌芽すら見えない中で、あまり批判をしなくなった。

本稿は、日銀のマイナス金利政策の弊害を析出し、早期中止の必要性を明らかにすることを目的としている¹。

¹ 本稿は、2017年5月28日の日本経済政策学会第74回全国大会(会場:亜細亜大学)で報告した内容を、その後のデータを追加して大幅に書き換えたものである。上記報告において、林直嗣教授(法政大学)には討論をお引き受けいただき、深く謝意を表したい。また、座長をお勤めいただいた佐竹光彦教授(同志社大学)にも深く謝意を申し上げる。

1 日銀のマイナス金利政策導入の経緯

(1) 異次元の金融緩和

平成デフレーションが進行する中で、2001年10月5日に、伊藤隆敏教授ら8名の著名な経済学者がデフレ脱却のために「日本の金融システム再建のための緊急提言」²を公表し、インフレ・ターゲティング政策（物価上昇目標政策）の導入を提言した。すでに他のいくつかの国では、インフレ・ターゲティング政策が導入されていた。しかし、速水優日銀総裁が率いる日銀はこれを受け入れなかった。実際に、2003年2月の講演でも、速水総裁は、「現時点でインフレーション・ターゲティングの採用は適切でないというのが私の考えです」（速水（2004）p.314）と述べている。また、民主党政権下の白川方明総裁も物価上昇目標の導入には消極的であった。

しかし、2012年12月に自民党が民主党に圧勝して第二次安倍内閣が発足すると、2013年1月22日に日銀と政府は「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」という共同声明を公表した。この共同声明において、「日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする」ものとし、「日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す」という方向が示された。

この共同声明を受けて、2013年4月4日の金融政策決定会合において、「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ことが決定された。そして、①「金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し」、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」こと、②

² この緊急提言の発起人は伊藤隆敏、深尾光洋、星岳雄教授であり、賛同者は伊藤元重、奥野正寛、櫻川昌哉、清水啓典、林文夫教授であった。

イールドカーブ〔利回り曲線-引用者〕全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行い、長期国債の買入れの平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長すること³、③資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF及びJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」ことなどを決めた。

このような金融緩和を日銀は「量的・質的金融緩和」(QQE)と命名している。また、このような金融緩和は、異次元の金融緩和あるいは非伝統的金融緩和と呼ばれている。

いずれにしても、第二次安倍内閣の下で黒田総裁が就任したことによって、日銀が金融政策のコペルニクスの転回を遂げたことは明白である。

(2) 達成できない2%の物価上昇目標

黒田日銀総裁による異次元の金融緩和は国内外から注目を集め、株価の上昇など景況に明るさが出てきた。それ以前には、「総合」消費者物価指数はほぼ連続的に下落していたが、2013年には0.4%の上昇に転じた(表1)。また、「生鮮食品を除く総合」指数も0.4%となった。

どのような消費者物価指数を使用するかによって、消費者物価上率の数値が微妙に異なる。筆者は、消費者物価指数に「持家の帰属家賃」を含めないほうがよく、また1年という長いスパンの平均としては「生鮮食品」を含めたほうがよいと考えているので、消費者物価は「持家の帰属家賃を除く総合」指数でみるのが適切だと考えている。しかし、「総合」消費者物価指数も、「持家の帰属家賃を除く総合」指数に近似しているため、本稿では、「総合」消費者物価指数を利用することに⁴。また、日銀があえて「生鮮食品を除く

³ なお、2001年3月19日に決められた「銀行券ルール」(日銀は、金融調節のための国債売買を通じて保有する長期国債の残高が銀行券発行残高を超えてはならないというもの)を一時停止することも決定された。

⁴ 筆者は、消費者物価の動向を年単位のような長いスパンでみる場合には、(生鮮食品を

表1 消費者物価の推移

(単位：%)

年	総合	生鮮食品を除く総合	生鮮食品及びエネルギーを除く総合
2005	-0.3	-0.1	-0.5
2006	0.3	0.1	-0.4
2007	0.0	0.0	-0.1
2008	1.4	1.5	0.8
2009	-1.4	-1.3	-0.4
2010	-0.7	-1.0	-1.3
2011	-0.3	-0.3	-0.8
2012	0.0	-0.1	-0.4
2013	0.4	0.4	-0.2
2014	2.7	2.6	2.2
2015	0.8	0.5	1.4
2016	-0.1	-0.3	0.6
2017	0.5	0.5	0.1

(注) 2014年は消費税の引き上げにより消費者物価も上昇した。
(出所) 総務省。

総合」消費者物価指数と明示する場合があるので、「生鮮食品を除く総合」消費者物価指数も使用することにした。なお、月次という短期変化を見る場合には、一時的状況の影響を避けるために「生鮮食品を除く総合」を使うべきである。

さて、2014年には「総合」消費者物価指数が2.7%上昇し、「生鮮食品を除く」消費者物価指数は2.6%という高い上昇率となった。一見すると、日銀の掲げる消費者物価上昇率2%の目標が達成されたかに見える。しかし、この数値上の上昇は、2014年4月に消費税が3%引き上げられたことの影響を受けたものであり、実質的には、2014年の消費者物価の上昇はほとんどなかったと考えられる。

含む)「持家の帰属家賃を除く総合」指数または「総合」指数を用いるのが適切であると考えている。その理由は衣川 (2017) p.136。

黒田総裁は、概ね約束した大胆な金融緩和を行ったが、1年半を経過しても、肝心の物価上昇目標2%を達成することができなかった。そのため、2014年10月31日の金融政策決定会合において、「『量的・質的金融緩和』の拡大」を決定した。すなわち、①「マネタリーベースが、年間約80兆円(約10~20兆円追加)に相当するペースで増加するように金融市場調節を行う」こと、②長期国債の保有残高が年間約80兆円(約30兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れること、③ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円(3倍増)、年間約900億円(3倍増)に相当するペースで増加するよう買入れること。

このような金融緩和の拡大を図ったが、それでも2015年には「総合」消費者物価指数の前年比上昇率が0.8%にとどまり、「生鮮食品を除く総合」消費者物価指数は0.5%という低い水準であった。2015年も消費税引き上げの影響が残っている可能性が高いので、実質的には消費者物価はほとんど上昇していないとみなしうる。

かくして、異次元の金融緩和を3年間続けても、2%の物価上昇目標を実現できなかった。そこで、2015年12月18日には、金融政策決定会合において、次のような金融緩和の補完措置を決定した。①2016年から、長期国債の買入れの平均残存期間を7年~12年程度に延長すること、②J-REITについて、発行済投資口総数の「5%以内」という買入限度を「10%以内」に引き上げること。

しかしながら、このような緩和措置の追加をもってしても消費者物価2%の上昇を実現することはできなかった。

2 日銀のマイナス金利政策の概要

(1) 日銀当預の一部マイナス金利

このような状況に直面して、2016年1月29日の金融政策決定会合において、黒田総裁は、2%の物価上昇目標の実現を目指して、「『マイナス金利付

量的・質的金融緩和」の導入」を決定した。黒田総裁は直前までマイナス金利政策は導入しないというスタンスをとっていたので、きわめて唐突であり、なぜこのようになったのか謎を残している（いつか明示すべきである）。これは、民間金融機関が日銀に預け入れている日銀当座預金の一部にマイナス金利を適用するものである。具体的には、民間金融機関が日銀に預けている当座預金を3つの階層（日銀は「基礎残高」、「マクロ加算残高」、「政策金利残高」と命名している）に分類し、これらの階層の1つである「政策金利残高」に対してマイナス金利を適用するというものである。

①第一の階層は、2015年1月～12月期間における日銀当預の月次平均残高であり、この部分を「基礎残高」と呼び、これに+0.1%の金利を適用する。

②第二の階層は、(a) 所要準備額、(b) 貸出支援基金および被災地金融機関支援オペにより資金提供を受けている金額、(c) 上記①の「基礎残高」に掛目を掛けて算出するマクロ加算額（各金融機関の当座預金が増加することを考慮して適宜加算する額）によって構成される階層である。この部分を「マクロ加算残高」（強引な命名であり、誤解を生じかねない）と呼び、これにゼロ金利を適用する。

③各金融機関の当座預金残高のうち、①と②を超過する部分を「政策金利残高」と呼び、これにマイナス金利（-0.1%）を適用する。

マイナス金利政策は、すでにヨーロッパで導入されていた。たとえば、デンマーク国立銀行（中銀）は、欧州債務危機に伴う自国通貨高を緩和するために、2012年7月にマイナス金利政策を導入し、中銀当座預金の基準額についてゼロ金利を適用し、基準額を超える部分を中銀譲渡預金（中銀CD）に強制的に振り替えさせ、これに-0.65%の金利を適用した。14年6月に欧州中央銀行、同年12月にスイス国立銀行（中銀）、15年2月にスウェーデンのリクスバンク（中銀）がマイナス金利政策を導入した。マイナス金利の適用の仕方には、若干の差異がある。

(2) 日銀当預のプラス金利臨時措置の継続

日銀の雨宮正佳理事は、日本の場合、中央銀行当座預金残高が他国に比較して巨額であるため、金融機関への影響を配慮して、3つの階層に区分して、プラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する方式を採用したと述べている⁵。

しかしながら、日銀当預への+0.1%付利は2008年のリーマンショックがその背景にあった。しかも、半年ほどの短期の臨時的措置であったはずである。景況は改善に向かっているにもかかわらず、この措置を是正せずに長期間継続させていた。その結果、日銀は、日銀当預の一部をプラスにし、同時にマイナス金利部分も設けるという、矛盾した政策を行っている。マイナス金利政策を実施する前に、なぜ日銀当預のプラス金利をゼロ金利に戻さないのか。プラス金利をゼロ金利に戻せば、日銀当預を減額できることは明らかである。

そうしないのは、まさかマネタリーベースが減少し、異次元の金融緩和と矛盾すると考えているのではあるまいか。統計指標から見て、異次元の金融緩和の基本的考え方(マネタリーベースを増大させれば物価が上昇するというマネタリズム的な考え方)が間違っていることが明白になりつつある。

(3) QQE導入後の政策効果に関する日銀の検証

2016年9月21日、日銀は「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」を公表した。この総括的検証において、主として次のことが指摘されている。①「量的・質的金融緩和」は、金融環境を改善して、経済・物価の好転をもたらし、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった、②2%の「物価安定の目標」は実現できていない(その要因は、原油価格下落、消費税引き上げ後の需要の弱さ、新興国経済の減速、予想物価上昇率の弱含み)。③「マネタリーベースの拡

⁵ 雨宮 (2016) p.25.

大は、『物価安定の目標』に対するコミットメントや国債買入れとあわせて、金融政策レジームの変化をもたらすことにより、人々の物価観に働きかけ、予想物価上昇率の引き上げに寄与した」。④マイナス金利と国債買入れの組み合わせは、短期金利と長期金利を大きく押し下げた（イールドカーブを押し下げる効果があった）。⑤「イールドカーブの過度な低下、フラット化は、広い意味での金融機能に対する不安感をもたらし、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」⁶。筆者は、③などについて、日銀の「検証」には甘さがあると考えている。

また、このような検証を経て、次のような「示唆される政策の方向性」を示している。①2%の「物価安定の目標」を実現するためには、予想物価上昇率をさらに引き上げる必要がある。②マネタリーベースについては、長期的な増加にコミットすることが重要である。③イールドカーブの適切な形成を促すにあたっては、貸出・社債金利への波及、経済への影響、金融機能への影響など、経済・物価・金融情勢を踏まえて判断することが適当である⁷。

上記「検証」の公表と同時に、日銀は「金融緩和強化のための新しい枠組み：『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」を発表した。この金融緩和強化の新しい枠組みの概要は次のようなものである。①イールドカーブ・コントロールを行う（a.日銀当座預金の政策金利残高に-0.1%の金利を適用する、b.長期金利〔10年物国債金利〕が現状程度〔ゼロ%程度〕で推移するように長期国債を買い入れる、c.国債買入において、指定する利回りによる指値オペを行う）。②ETFとJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、900億円に相当するペースで増加するように買い入れる。③オーバーシュート型コミットメントを行う（生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベース

⁶ 以上、日本銀行（2016）pp.1-9.

⁷ 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み：『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」（2016年9月21日）の別紙1.

の残高拡大を継続する)。かくして、黒田総裁は日銀当預マイナス付利とマネタリーベースのさらなる拡大を基軸とする金融緩和の強化に乗り出した。

3. 日銀のマイナス金利政策の影響

ここでは、日銀によるマイナス金利政策の影響について焦点を絞って検証することにした。ただし、日銀は、QQEを実施しながら同時にマイナス金利政策も実施しているために、マイナス金利政策の効果を検証する場合、注意が必要である。そのため、本稿では、①マイナス金利政策を伴わずにQQEが実施されている2014~15年の状況とマイナス金利政策を伴うQQEが実施されている16年以降の状況とを比較すること、②マイナス付利の日銀当預残高と他の経済指標を比較することなどによってマイナス金利政策の効果を検証することにする。

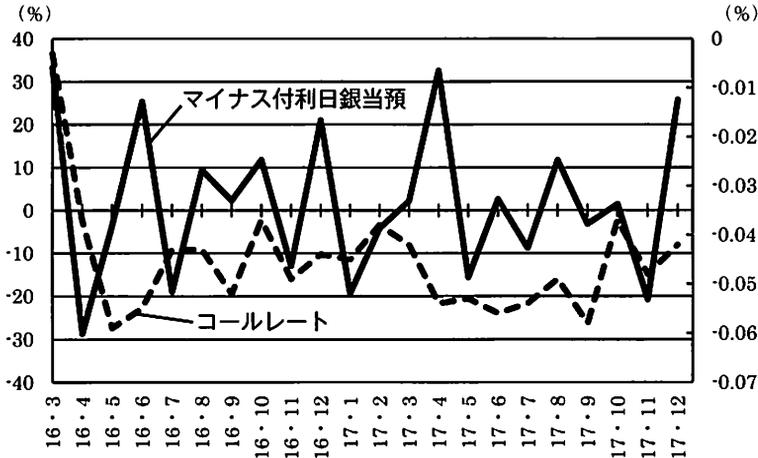
なお、マイナス金利政策の弊害はきわめて多方面にわたるが、本稿では、主なものに限定した。

(1) 短期金利に対する影響

第一に、日銀のマイナス金利政策は短期金利に明確な影響を与えている。図1において、実線はマイナス付利の日銀当預残高の増減率(左目盛)を示し、破線は無担保コール翌日物の短期市場金利(月次平均)の推移(右目盛)を示している。

表2に見られるように、2016年2月16日にマイナス金利政策が実施された翌月の3月の無担保翌日物コールレート(短期市場金利の代表的なもの)がマイナスに落ち込み、それ以降コール市場でマイナス金利が続いている。なお、日銀当預の月次は16日~翌月15日となっているので、より正確に言うと、コール市場でマイナス金利になったのは、マイナス金利政策が実施された翌日の2月17日であり、 -0.002% とゼロ%を割り込んだ(マイナス金利導入日の2月16日は $+0.001\%$ であり、導入前日の15日は $+0.074\%$ であった)。

図1 マイナス付利日銀当預とコールレートの変化



(出所) 日本銀行。

かくして、日銀当預残高の1割程度の部分に -0.1% というマイナス金利を課すマイナス金利政策は、短期金融市場（コール市場）にストレートに効果を発揮したとすることができる。

第二に、マイナス金利が課される日銀当預残高の額に対応してコールレートが変動しているわけではないということである。たとえば、16年4月には、マイナス付利の日銀当預残高が前月比で -28.7% 減少したにもかかわらず、逆にコールレートは -0.037% と大きく低下した（前月のコールレートは -0.003% ）。また、同年6月には、マイナス付利の日銀当預残高が前月比で 25.4% 増大したが、逆にコールレートはわずかではあるが上昇した。

このように、必ずしも、マイナス金利が課される日銀当預の規模に応じて、コールレートが決まるという状況ではない。しかし、日銀は、マイナス付利の日銀当預残高を、概ね20兆円台に調整しており、コールレートも -0.5% 前後で推移している。

なお、長期金利（10年物国債利回り）は、日銀の国債買い入れの影響が大きいのが、マイナス金利政策実施以降には、マイナスまたはゼロ%近傍で推移

表2 マイナス付利当預残高とコールレート

(単位: 億円, %)

年月	マイナス付利日銀		コールレート
	当預残高	増減率	
Feb-16	223,034		0.033
Mar-16	297,238	33.3	-0.003
Apr-16	212,002	-28.7	-0.037
May-16	204,428	-3.6	-0.059
Jun-16	256,386	25.4	-0.055
Jul-16	207,556	-19.0	-0.043
Aug-16	227,009	9.4	-0.043
Sep-16	232,160	2.3	-0.052
Oct-16	259,462	11.8	-0.037
Nov-16	225,688	-13.0	-0.049
Dec-16	273,046	21.0	-0.044
Jan-17	220,081	-19.4	-0.045
Feb-17	210,769	-4.2	-0.038
Mar-17	215,452	2.2	-0.042
Apr-17	285,719	32.6	-0.054
May-17	241,286	-15.6	-0.053
Jun-17	247,617	2.6	-0.056
Jul-17	225,748	-8.8	-0.054
Aug-17	252,075	11.7	-0.049
Sep-17	244,085	-3.2	-0.058
Oct-17	247,823	1.5	-0.037
Nov-17	196,220	-20.8	-0.048
Dec-17	246,870	25.8	-0.042

(注) 数値は月次平均。準備預金制度適用先合計。

(出所) 日本銀行。

している。政府の国債発行節度を緩める恐れがある。

日銀は、マイナス金利政策について、2%の物価上昇目標が容易に達成できないために、イールドカーブを押し下げて景気刺激を行って、物価の上昇を目指すものと説明している。マネタリーベースを増やせばよいというマネタリストの教義が効力を発揮しない現実に直面して、再び金利政策も使

い始めた。しかし、そもそも銀行は、顧客から金銭を預かり、顧客に貸し出すサービスによって利鞘を稼ぐビジネスとして発展してきた。政府や中央銀行が、特権的にマイナス金利を銀行の保有する日銀当預に課するのは、市場経済の原理に反しているのではないか。金融機関、特に地方の中小金融期間の収益が悪化してきているのは、マイナス金利政策によって貸出金利が低下していることに大きな原因がある（大規模銀行も本業の収益が悪化している）。マイナス金利政策は金融仲介機能を大きく阻害している。日銀は、中央銀行として責任を感じていないのであろうか。

（2）消費者物価に対する影響

さて、日銀は、2%の物価上昇目標を達成できないために、マイナス金利政策を導入してきたが、この政策は肝心の物価上昇目標の達成に効果を発揮しているのであろうか。

表3のように、マイナス付利当座預金残高の変化は消費者物価（生鮮食品を除く）の変化に対応していない。例えば、16年4月には前者が28.7%も減少したにもかかわらず、後者は0.3%の上昇となっている。他の月次でも同様のことが確認できる。しかも、マイナス金利政策が実施された後にも、消費者物価の動きに顕著な変化は見られない。マイナス付利当座預金残高の変化は消費者物価の変化に影響を与えておらず、マイナス金利政策は消費者物価の動きとは直接的な関係がないということが結論づけられる。

次に、さらに正確さを増すために、表3のマイナス付利日銀当預残高を独立変数、消費者物価指数を従属変数として、回帰分析を行うことにする⁸。回帰分析のモデルと結果は以下である。

⁸ ここでは、IBM社の統計解析ソフトSPSSを使用した。

表3 マイナス付利当預残高と消費者物価の推移

(単位: 億円, %)

年月	マイナス付利当預残高		消費者物価指数 (生 鮮食品除く)	
		増減率		増減率
Feb-16	223,034		99.4	-0.1
Mar-16	297,238	33.3	99.5	0.1
Apr-16	212,002	-28.7	99.8	0.3
May-16	204,428	-3.6	99.9	0.1
Jun-16	256,386	25.4	99.8	-0.1
Jul-16	207,556	-19.0	99.6	-0.2
Aug-16	227,009	9.4	99.6	0.0
Sep-16	232,160	2.3	99.6	0.0
Oct-16	259,462	11.8	99.8	0.2
Nov-16	225,688	-13.0	99.8	0.0
Dec-16	273,046	21.0	99.8	0.0
Jan-17	220,081	-19.4	99.6	-0.2
Feb-17	210,769	-4.2	99.6	0.0
Mar-17	215,452	2.2	99.8	0.2
Apr-17	285,719	32.6	100.1	0.3
May-17	241,286	-15.6	100.3	0.2
Jun-17	247,617	2.6	100.2	-0.1
Jul-17	225,748	-8.8	100.1	-0.1
Aug-17	252,075	11.7	100.3	0.2
Sep-17	244,085	-3.2	100.3	0.0
Oct-17	247,823	1.5	100.6	0.3
Nov-17	196,220	-20.8	100.7	0.1

(注) 数値は月次平均。

(出所) 日本銀行及び総務省。

モデルの要約

モデル	R	R ² 乗	調整済みR ² 乗	推定値の標準誤差
1	0.017 ^a	0.000	-0.050	0.36687

a. 予測値: (定数)、マイナス付利日銀当預残高。

分散分析^a

モデル	平方和	自由度	平均平方	F 値	有意確率
1 回帰	0.001	1	0.001	0.006	0.939 ^b
残差	2.692	20	0.135		
合計	2.693	21			

- a. 従属変数 消費者物価指数。
 b. 予測値：(定数)、マイナス付利日銀当預残高。

単回帰分析の結果

モデル	標準化係数	t 値	有意確率 (P 値)	β の95%信頼区間	
	ベータ			下限	上限
1 (定数)		139.742	0.000	98.372	101.354
消費者物価指数	0.017	0.078	0.939	0.000	0.000

「回帰係数は0である」という帰無仮説を立て t 検定を行った結果、有意確率は $0.939 > 0.05$ であったから、帰無仮説は棄却できず、回帰係数は0でないとは言えない。それゆえ、消費者物価指数はマイナス付利日銀当預残高によって説明できないという結論になる。

以上の回帰分析の結果によっても、マイナス金利政策が消費者物価を上昇させているとは言えず、マイナス金利政策を継続する合理的理由は見出せない。

日銀や黒田総裁はマイナス金利政策によって投資や消費を増加させ、2%の物価上昇目標を実現しようとしているという反論がありそうであるが、そのような反論も、以下に見るように、合理性がない。

(3) 設備投資向け貸出金の低迷

設備投資向けの銀行貸出金（新規）は、16年2月にマイナス金利政策が実

施された以降も、微増に留まっており、顕著な増加とはなっていない。表4に見られるように、16年3月には、総貸出が前期比(四半期)で約34%の伸びとなったが、前年同期比では約3%の増加にすぎない。しかも、中身を見ると、不動産業が前期比で55%超、前年同期比で17%と急激に増加したためであり、製造業では前年同期比では-15%の低下となっている。

このように、設備投資向け貸出金の推移は、16年2月の前後において大きな変化は見られない(図2も参照)。17年後半には、鉱工業生産指数が伸びているが、これは世界的なスマートフォンの普及、自動車の自動運転技術開

表4 国内銀行の設備投資新規貸出金の推移

(単位:億円,%)

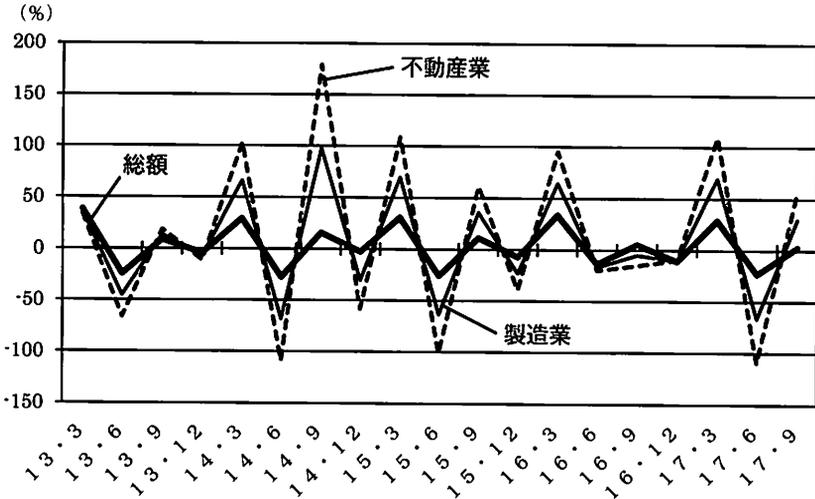
	総額		製造業		不動産業	
		増減率		増減率		増減率
13・3	120,580	38.2	6,009	-2.1	29,949	68.4
13・6	91,052	-24.5	4,752	-20.9	18,310	-38.9
13・9	99,292	9.0	4,984	4.9	25,725	40.5
13・12	95,043	-4.3	4,814	-3.4	21,493	-16.5
14・3	122,977	29.4	6,581	36.7	31,265	45.5
14・6	89,065	-27.6	3,905	-40.7	18,169	-41.9
14・9	103,167	15.8	7,092	81.6	25,478	40.2
14・12	100,566	-2.5	5,113	-27.9	25,938	1.8
15・3	131,610	30.9	7,102	38.9	32,251	24.3
15・6	97,608	-25.8	4,425	-37.7	20,816	-35.5
15・9	108,557	11.2	5,525	24.9	30,051	44.3
15・12	100,908	-7.0	4,633	-16.1	24,244	-19.3
16・3	135,190	34.0	6,051	30.6	37,663	55.3
16・6	116,603	-13.7	5,870	-3.0	25,995	-31.0
16・9	122,730	5.3	5,271	-10.2	33,307	28.1
16・12	109,308	-10.9	5,304	0.6	26,582	-20.2
17・3	141,241	29.2	7,436	40.2	37,876	42.5
17・6	108,455	-23.2	4,221	-43.2	23,991	-36.7
17・9	111,814	3.1	5,360	27.0	29,603	23.4

(注) 増減率は前期比。

(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より作成。

発の激化などによって、世界的需要が拡大したことが影響している。かくして、マイナス金利政策によって、設備投資向け銀行貸出が顕著に増大したとは言えない。

図2 国内銀行の設備投資新規貸出金の変化



(出所) 表4に同じ。

表5 設備投資と消費支出の推移(対前年同期比)

	(単位：%)	
	設備投資	消費支出
15・Ⅰ	5.3	-4.5
15・Ⅱ	6.6	1.3
15・Ⅲ	11.0	-0.3
15・Ⅳ	8.4	-3.1
16・Ⅰ	4.2	-2.8
16・Ⅱ	3.1	-2.0
16・Ⅲ	-1.3	-2.6
16・Ⅳ	3.8	-0.4
17・Ⅰ	4.5	-1.2
17・Ⅱ	1.5	0.4
17・Ⅲ	4.2	0.9

(注) 1. 消費支出は総世帯。

2. 設備投資額は全産業で、発表時点により若干の誤差がある。

(出所) 総務省「家調調査」、財務省「四半期別法人企業統計調査」。

(4) 設備投資及び消費支出に対する影響

前項において、設備投資向け銀行貸出が低迷していることを見たが、念のため、全産業の設備投資が増加しているのか確認をしておきたい。

法人企業調査の結果は表5に示されているが、マイナス金利政策が実施されてからも、「全産業」の設備投資の顕著な増加は見られない。プラザ戦略後の超円高の結果、多数の工場が海外に脱出して、海外で生産している。また、最近では、人口減少が現実のものとなってきている。現状のままでは、金利が下落したからといって、企業は日本国内の設備投資を拡大しようとはしないであろう。金融政策以外の経済及び産業政策が必要である。

他方で、マイナス金利政策は、家計の消費支出にプラスの影響を及ぼしているであろうか。「総世帯」の消費支出の推移を見ても、マイナス金利政策導入後に消費支出が増加している傾向は読み取れない。直近では、消費支出はやや持ち直しているが、世界的な景気回復の影響が大きいと考えられる。

日本人の平均寿命が長くなっており、定年後も長い期間にわたって生活費を賄う必要がある。預金金利がほとんど無くなり、年金支給額も減らされるなかで、消費支出を増大させたのでは、生活が破綻してしまう。マイナス金利政策が国民の消費支出を増大させるとは言えない。

よって、マイナス金利政策は設備投資及び家計の消費支出に対して、プラスの効果を及ぼしているとは言えないと結論づけることができる。

(5) 銀行の金融仲介機能の阻害

マイナス金利政策は、本来の銀行業務に関して著しい障害となっている。全国銀行協会によれば、マイナス金利政策が実施された直後の2016年度には、全国銀行の国内業務部門で資金利益が前年度比2,059億円（3.2%）の減少となった。これは貸出金残高が増加したにもかかわらず、貸出金利の低下によって国内業務における貸出利息が前年度比で3,777億円（7.3%）減少したことなどが影響している⁹。

資金利益の減少を業態別にみれば、都市銀行は-565億円（-2.4%）、地方銀行は-1,034億円（-3.6%）、第二地方銀行は-259億円（-3.1%）、信託銀行は-150億円（-5.6%）の減少となっている。特に、地方の金融機関は、地域経済の衰退や人口減少によって経営環境が厳しくなっているなかで、マイナス金利政策によって、銀行としての主要な業務である貸出業務の収益性を阻害されており、経営上の重大な障害となっている。金融機関の貸出金利が著しく低下しているのは、日銀が異次元の金融緩和政策に加えて、さらにマイナス金利政策を実施したためである。

また、貸出金利の低下以外に、金融機関はマイナス金利の当座預金部分において、直接的な損失を被っている。日銀のデータによって計算すると、準備預金制度適用先金融機関がマイナス付利によって直接的な損失を被ってい

⁹ 全国銀行協会「全国銀行の平成28年度決算の状況（単体ベース）」2017年6月30日、p.1 参照。

る額は、2017年には約236億円である(17年の月次平均残高236,145億円に-0.1%の年利を乗じて算出)。しかも、都市銀行は、2016年6月以降にはマイナス付利の当座預金残高を保有せず、マイナス金利の負担を免れている(表6)。日銀当預に関して、マイナス金利の損害を被っているのは、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行その他の金融機関などである(ただし、直近では、地方銀行の負担分も急減している)。

表6 付利別の日銀当座預金残高

(単位：億円)

	都市銀行			地方銀行			適用先合計		
	0.1%	0%	-0.1%	0.1%	0%	-0.1%	0.1%	0%	-0.1%
Feb-16	813,594	122,052	6,148	148,734	27,394	2,604	2,093,433	224,069	223,034
Mar-16	813,288	145,845	21,164	151,681	39,094	6,117	2,100,383	269,409	297,238
Apr-16	812,380	207,873	0	151,777	53,172	4,448	2,093,676	452,619	212,002
May-16	812,069	213,145	10	152,022	62,234	3,720	2,089,859	468,631	204,428
Jun-16	812,425	257,278	0	152,146	94,524	4,503	2,084,698	596,613	256,386
Jul-16	812,248	265,453	0	151,888	90,059	1,776	2,089,988	607,915	207,556
Aug-16	812,298	272,406	0	152,203	94,811	1,673	2,090,610	625,886	227,009
Sep-16	812,305	329,703	0	151,940	94,377	1,825	2,080,128	702,538	232,160
Oct-16	811,851	336,332	0	152,360	101,608	1,718	2,088,847	726,669	259,462
Nov-16	811,489	335,123	0	152,143	100,295	2,636	2,089,696	731,345	225,688
Dec-16	811,215	402,010	0	151,733	113,573	2,219	2,077,657	861,789	273,046
Jan-17	810,884	404,212	0	151,677	111,053	370	2,084,119	876,663	220,081
Feb-17	810,996	404,307	0	151,850	112,525	120	2,090,030	880,051	210,769
Mar-17	810,537	476,688	0	151,732	133,152	1,613	2,077,605	1,026,628	215,452
Apr-17	809,687	490,119	0	150,992	142,089	2,712	2,088,542	1,064,148	285,719
May-17	809,376	491,831	0	151,518	143,475	1,819	2,082,778	1,064,689	241,286
Jun-17	809,648	505,431	0	151,155	152,779	1,845	2,088,721	1,133,883	247,617
Jul-17	809,591	502,398	0	151,239	149,472	13	2,083,681	1,136,735	225,748
Aug-17	809,711	502,391	0	151,365	153,034	325	2,084,767	1,151,474	252,075
Sep-17	809,537	515,754	0	151,273	153,713	14	2,088,267	1,196,722	244,085
Oct-17	809,196	515,731	0	151,364	159,681	166	2,083,393	1,211,160	247,823
Nov-17	808,830	516,070	0	151,210	157,790	20	2,082,180	1,190,690	196,220
Dec-17	808,800	529,210	0	150,970	167,380	60	2,077,840	1,210,520	246,870
月平均残高	810,955	380,059		151,521	113,360	1,840	2,086,561	843,950	237,033
利息合計	1,554	0		290	0	-4	3,999	0	-454

(注) 1. 「地方銀行」には第二地方銀行を含まない。

2. 利息合計は月平均残高が1年11カ月預金された場合の利息。

(出所) 日本銀行「業態別日銀当座預金残高」より作成。

2017年度においても、全国銀行の中間決算において、マイナス金利政策等の影響を受けて資金利益（国内業務部門）が前中間期比で-2,364億円（-7.2%）の減少となった。これは、有価証券利息配当金が18%減少したことなどのほかに、マイナス金利政策によって国内業務における貸出金利息が

前中間期比で-1,057億円(-4.4%)の減少となったことが起因している。

業態別にみると、国内業務における貸付金利息は、前中間期比で、都市銀行が-569億円(-6.8%)、地方銀行が-333億円(-3.0%)、第二地方銀行が-140億円(-4.1%)、信託銀行が-26億円(-2.6%)の減少となっている(以上、全国銀行協会調べ)。

また、準備預金制度適用先金融機関がマイナス付利によって直接的な損失を被っている額は、2018年においても、2017年と同様のマイナス付利当預残高があるので、類似した額の損失を被る状況にある。

(6) 国民の預金利息の奪取

国民は、1999年2月から実施されたゼロ金利政策の下で、きわめて低い預金金利に甘んじてきた。70年代に公定歩合が9%の時に郵便局の定額貯金に10年間預けると元利合計が2倍になったというのは異例のこととしても、現状ではまったく夢がない。

マイナス金利政策によって預金利子をゼロに近づけ、預金を使わせようとしても、多くの国民はリスクを取ることを避け、仕方なく預貯金をして、財布の紐を締めている。マイナス金利政策の下でも総世帯の消費支出が縮小しているのは、何よりの証拠である。この意味では、マイナス金利政策は金融引き締め効果がある。

さらに、都銀はマイナス付利当預を素早くゼロにしたが、信託銀行は年金基金の多額の資金を預かっているために、マイナス金利で多額の支払いをしている。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は信託銀行の損失を補填するようだと報じられているが、もしそうであるならば、国民は年金として本来受け取れるはずの資金を失うことになり、マイナス金利政策によって二重の損失を被ることになる。国民は黙っているしかないのであろうか。仮想通貨の膨張は一種の反乱と言えるかもしれない。

4 マイナス金利政策の中止とその対策

日銀は可及的速やかにマイナス金利政策を中止すべきである。また、日銀がマイナス金利政策を中止した場合、一時的には、外国為替相場への影響などが考えられる。これらの点について考察する。

(1) 日銀当預のプラス金利の廃止

マイナス金利政策を中止する際に、日銀は、日銀当預のマイナス付利部分を大幅に超える+1%金利部分(約65%)をゼロ金利に戻すことが必要である。そうすれば、日銀当座預金を保有していても利益が得られないので、市中の金融機関は収益を上げることに努めざるをえない。日銀当預がすべてゼロ金利になれば、資金運用に努め、2008年以前のように、日銀当預残高は以前のような額に減少するであろう。日銀当預のプラス付利部分については、可及的速やかに完全に解消し、ゼロ金利に戻すことが必要である。

同時に、このことを国内外に明確にアナウンスすべきである。黒田総裁らが、日銀当預残高を増やすことによってマネタリーベースを増加させれば、消費者物価が上昇すると考えているとすれば、現実のデータから判断して、その教義が誤っているというほかはない。もし、そのような考え方に立脚しているならば、早期に脱却すべきである。

バブル期に過剰融資を山積させて経営危機に陥った多くの金融機関は2000年代半ばには再編と経営の健全化が推進された。特に、重大な問題であった大手銀行の不良債権処理には、国民の多額の税金が投入されて、終了した。また、リーマンショックは、アメリカのサブプライムローンとそのハイリスクな証券化に起因とするものであり、アメリカや欧州の金融機関への影響は甚大であったが、日本の金融機関への影響は比較的軽微であった。そのため、日銀当預に+0.1%の付利を行う大義名分もない。ましてや、一般国民は長い間ゼロ金利政策に苦しめられ、預金金利は0.1%よりもはるかに低い金利

しか得られていない。この点からも、日銀当預に+0.1%もの付利を行っていることはきわめて不合理である。

結局のところ、日銀当預の6割超に+0.1%の金利を付与し、日銀当預の1割弱に-0.1%の金利を課すという政策は矛盾しており、不合理である。嫌な言葉であるが、「アメとムチ」を使っている。金融機関も文句が言いにくい。しかし、先述したように、その弊害が大きすぎる。日銀当預を山ほど積み上げても、通貨流通量（マネーストック）はそれほど増えず、しかも日本国内の投資や消費に向かっていない。それらは、主として、不動産業と外国に向かっており¹⁰、日本の経済構造の強化に結びついていない。「喉元過ぎれば熱さを忘れる」という格言があるが、特に、不動産業向け融資は、惨劇を招いた80代後半の日本のバブルの教訓を想起すべきである。

(2) 外為市場への適切な介入

外国為替相場は国内外の様々な要因で日々変動している。投機的な原因で変動することも少なくない。財務省は、独立国の政府機関として、必要な場合には、外国為替市場でオペレーションを実施して、適切な円相場を維持するように努めることが肝要である。

マイナス金利政策の中止が過度な円高を招来しないように日銀は丁寧に説明責任を果たすべきである。しかし、仮に過度な円高が進行した場合には、財務省は外国為替市場で適切に対処するように日銀に指示すべきである（外国為替市場でオペレーションを実施することは財務省の権限に属している）。このようなことを行うとアメリカ政府から批判されるという向きもあるかもしれないが、独立国としては可能なことであり、極端なことをしなければ、許容範囲と捉えるべきである。日本は、1985年9月のプラザ会議以降、急激で、極端な円高を強いられ、戦後日本経済が根底から破壊される結果を招いた。その原因は外国為替相手を軽視した当時の自民党内閣にある（戦前の金

¹⁰ 『日本経済新聞』（2018年1月29日）も、この点を指摘している。

解禁と類似した、歴史に残る政府の大失策である)。言うまでもないことであるが、政府、日銀は、国民経済の健全な発展のために日本経済の適切な運営に努める責任がある。

また、マイナス金利政策が実施される前の段階において、アベノミクスの下で、超円高は解消されてきた。日銀も、円高を解消するために、マイナス金利政策を導入したとは説明していない。

(3) 物価中心主義からの脱却

従来の日銀は、物価目標政策を受け入れず、デフレを長期間継続させてきた。日銀は、物価の安定を第一にしてきたので、物価が上昇しないことは悪いことではないという認識に立ってきた。

ところが、第二次安倍政権が成立して、黒田日銀総裁が就任すると、日銀は金融政策を180度転換したと言っても過言ではないほどの方向転換を行った。インフレターゲット政策を導入し、消費者物価を2%上昇させるという目標を実現するために、巨額の国債やETFなどを購入する「異次元の金融緩和」を実施した。この金融政策の変更に関して、旧民主党などの野党やかなりの数のエコノミストから激しい批判が行われたが、筆者は当時の安倍首相や黒田総裁の政策は大いに評価している。景気指標をみても、インフレターゲット政策は、デフレに苦しんでいた日本経済を回復させる効果を発揮したと考えられる。

ところが、2%の物価上昇目標を実現できず、先送りを続けるなかで、黒田総裁は、導入しないと saying していたマイナス金利政策を突如として実施することを決定した。黒田総裁がなぜ突然にマイナス金利政策を実施することにしたかは明確ではないが、黒田総裁は2%の物価上昇目標を無理にでも実現しようとしているように見える。また、日銀の政策委員会にはマネタリスト的な委員が多すぎる。

1990年頃から2%の物価上昇目標を設定している国が少なくないが、インフレを抑制するために2%の目標を設定した国など、事情は様々である。日

本経済はバブルの崩壊とプラザ戦略による極端な円高を原因とする日本の衰亡によって歴史的な打撃を受けている状況にあり、他国のように簡単には2%の物価上昇目標は実現できない(黒田総裁やアベノミクスを批判する野党の政策では、まったく期待できないが)。日本経済は、いわば人体が衰弱して低温状態にあるのに似ており、そう簡単には健康な体力を回復できず、体温も常温に戻りにくい状態にある。黒田総裁は2%の物価上昇目標を無理に実現しなくてもよい。国民の収入があまり増加しないなかで、物価だけが2%上昇しても、国民の生活は苦しくなるばかりである。

実は、黒田総裁も、従来の日銀と考え方は異なるが、物価に拘り過ぎる点では、従来の日銀から脱却できていない。黒田総裁は、中央銀行は物価水準を管理すればよいという考え方(物価中心主義)から脱却すべきである。アメリカやイギリスなどの中央銀行では、物価だけでなく、経済成長などを、金融政策の目標の中に含めている。日本銀行においても、このように金融政策の目標を複数化すべきである。

このような視点からすれば、日銀は経済状況とこれまでの金融政策を総括して、当面、物価上昇目標を「2%」から「2%~1.5%」に修正するのが適切であると考えられる。「2%~1.5%」に幅を持たせるのは、日銀総裁が無理な金融政策を続けなくてもよいようにするためである。今日の日本において、マイナス金利政策は無理な金融政策あるいは不合理な金融政策と言っても過言ではない。また、巨額の国債をさらに長期間にわたって買い続けることは、ハイパーインフレーションではなく、将来において、債券価格、金利の面で日本経済を攪乱する危険性がある。一般的に言うと、東京五輪が終わる頃には、日本経済の景気後退が予想される。そうなると、現行の金融政策から脱却するのがさらに難しくなり、長期間の「異次元の金融緩和」政策の欠陥が生起する可能性が少なくない。東京五輪も味方して景況がよくなりつつある現在の状況を活用して、マイナス金利政策の中止、「異次元の金融緩和」の縮小を行うことが良策と考えられる。

金融政策の微調整には、外為相場や株価等に多少の影響がありうるであろ

う。しかし、これらに対しては、恐れることなく、長期的視点に立って、政府、日銀は適切な対応を行うことが求められる。また、アベノミクスの第三の矢（旧三本の矢）の実現に向けて継続的な施策を実施して新たな産業を発展させ、新規の、強固な日本の経済構造を構築する必要がある。

むすび

黒田日銀総裁は、これまでに日銀の金融政策のコペルニクスの転換を実現して、インフレターゲット政策を導入し、超円高の是正を行い、株価を上昇させ、雇用環境等の改善を実現した。これらの点で、優れた日銀総裁として評価できる。しかし、マイナス金利政策の導入は評価できない。

本論でみたように、現下の日本においてマイナス金利政策を継続する利点はなく、広義の金融仲介機能が阻害されており、弊害が大きい。G7の先進諸国では、EU（先進国以外の国も含む）を除けば、マイナス金利政策を実施している国は存在しない。

そこで、筆者は次の2つの提言を行いたい。

(1) 速やかにマイナス金利政策を中止し、可及的速やかに日銀当預のプラス金利付利を廃止すること。

(2) 日銀は物価中心主義から脱却すること。具体的には、2%の物価上昇目標を2%~1.5%に変更し、経済成長率などを金融政策の目標に加えること（金融政策の目標の複数化）。

吉川洋教授が指摘しているように、物価が経済のすべてを左右するものではない¹¹。アンケートをとれば、人々の予想インフレ率の数値は出てくるであろう。しかし、多くの人々は、物価が大きく変動していない状況下で、必ずしも予想インフレ率を考慮して行動をしているとは言えない。また、マネタリーベースの増加も消費者物価の上昇と明確な連動性はない。

¹¹ 吉川 (2016) p.148.

広い意味での日本経済の構造を変えないと、経済の持続的成長も物価水準の適正な水準も実現できない。金融政策は重要であるが、金融政策だけではデフレから脱却し、成長軌道に戻ることはできない。

参考文献

- 兩宮正佳 (2016), 「マイナス金利政策について」, 日本経済研究センター編 『激論 マイナス金利政策』 日本経済新聞出版社.
- 伊藤隆敏 (2001), 『インフレーターゲティング』 日本経済新聞社.
- 衣川恵 (2015), 『日本のデフレ』 日本経済評論社.
- 衣川恵 (2017), 「平成デフレーションの検討」『鹿児島経済論集』 第57巻第2-4号, pp. 133-164.
- 日本銀行 (2016), 「『量的・質的金融緩和』 導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」.
- 日本経済研究センター編 (2016), 『激論 マイナス金利政策』 日本経済新聞出版社.
- 橋本卓典 (2016), 『捨てられる銀行』 講談社.
- 速水優 (2004), 『日本銀行の独立性と金融政策』 東洋経済新報社.
- 吉川洋 (2013), 『デフレーション』 日本経済新聞出版社.
- 吉川洋 (2016), 「金融政策とデフレーション」, 日本経済研究センター編 『激論 マイナス金利政策』 日本経済新聞出版社.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting : Lessons from the International Experience* : Princeton University Press.
- Jobst, A. and H. Lin (2016), "Negative Interest Rate Policy (NIRP) : Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area," IMF Working Paper, WP/16/172.