

マイナス金利の是非について

総合政策学部教授 朴勝俊

2017年3月28日

ユーロ圏、スイス、デンマーク、スウェーデンに続き、日本でも2016年1月からマイナス金利政策が導入された。本稿では、日銀が行ってきた「マイナス金利つき量的・質的金融緩和」のうち特にマイナス金利の部分に着目し、その是非に関する議論を検討したい。

まず前提として、自然利子率という概念をおさえておこう。これは、原田(2016)によれば「経済を不況にも過熱にもしない、ほどよい利子率」であり、福田(2016)によれば「望ましい資源配分を実現するための実質利子率」である。福田は、欧米諸国でマイナス金利政策が採用されるようになった背景には、自然利子率が負になっていることがある、と指摘する。

自然利子率が負なら、その水準まで実質利子率が下がらなければ需給の不一致は解消しない。フィッシャー方程式によれば、 $\text{名目利子率} = \text{実質利子率} + \text{物価上昇率}$ 、であるが、物価上昇率をプラスにするか、名目利子率をマイナスにする政策が当面は必要となる(この点には、論者間で争いはなさそうである)。

ところで、負の実質金利は私たちの直感に反するが、経済理論的にみてもあり得ないことだろうか? 福井(2016)は、マイナスの経済成長が常態となる人口減少社会にお

いては、マイナスの実質金利が「デフォルト(当然のこと)」になりうるという。また彼は、20世紀後半以降の経済学会の常識と違って、「20世紀半ばまで、経済学者のあいだでは時間価値を正と考えることに否定的な議論が有力であった」と、シュムペーターやフランク・ナイトを引用しつつ論じている。

さて、通常は非負である名目利子率を、どうやって負にするのか? 日本で実際に行われたマイナス金利政策は、民間の金融機関が日銀に保有する預金(日銀当座預金)のごく一部(当初は約250兆円のうち10兆円程度)に、マイナス0.1%の金利を課すことと、日銀が市場から国債を高い値段で大量に買い入れることから成り立っている。名目金利と国債価格は表裏の関係にあるため、額面(満期時の償還額)とクーポン(毎年支払われる金利)の総額よりも、国債の市場価格を高くすれば、マイナス金利となるわけである。

原田(2016)はマイナス金利政策の効果を(周知のとおり当事者の一人であるため)肯定的に論じている。まず、国債金利のイールドカーブ(国債の満期の短い順に左から、国債金利を並べて描いたグラフ)は全体的に低下した。その結果、一般の金利も低下し、住宅着工が持ち直し、企業にとっては社債等の借り入れも有利になった、という。

他方、マイナス金利政策の「限界」や「副作用」を指摘する論考はもちろんたくさんある(原田ももちろん「すべてうまくいっているとはいえない」と認めている)。中でも、齊藤(2016)は金利低下の投資刺激効果が小さいことを論じた上で、「副作用」を、(1)金融機関に及ぼす影響(貸出金利が下がっても預金金利はマイナスにしにくい)、(2)金融市場機能に及ぼす影響、(3)日本銀行に及ぼす影響(買入れた国債の価格の「暴落」)、(4)生命保険に及ぼす影響(運用資産の利回りの低下による)、(5)年金等への影響(割引率低下による退職給付債務の増加や、運用資産利回りの低下による)、(6)家計に及ぼす影響(預金者の利子所得等の減少)、(7)財政に及ぼす影響(財政再建の姿勢が後退)、に分けて論じている。これらは大変に示唆的であるが、筆者は上記(7)の点は「別問題」でないかという印象を受けた。

さて、齊藤のいう国債価格「暴落」は、何を意味するのだろうか? 齊藤はその規模を明示していないが、深尾(2016)がその試算を示している。2%のインフレ目標が達成された結果、名目金利が2%上昇すれば、これにより国債価格が押し下げられ、日銀が大量に買入れた国債に含み損が生じるはずだ。長短金利が2%上昇すれば、平均残存期間8年の日銀保有国債(2016年末の残高は約362兆円)の時価は約14%低下し、日銀の損失は約51兆円と巨額になるという。しかしこの議論にも疑問が残る。政府の子会社たる、発券銀行たる日本銀行の損失がそもそも問題なのか、という点はこの際においておこう。深尾氏が想定しているのは、金利を上げるため、即座に日銀が300兆円規模の売りオペを行う状況なのだが、そんなこ

とは決してあり得ない状況ではなかろうか(本人もそんなことをすれば「長期金利が急上昇する可能性がある」という)。それに、日銀が国債を満期まで保有すれば、ほぼ損失はないはずであるし、金利が上がった後に日銀が新しく購入する国債はプラスの金利が得られるようになるのだ。

また最初に説明した「自然利子率」に立ち返れば、もし仮に自然利子率がマイナス2%なら、物価上昇率が2%に上昇しても、名目金利がゼロ水準から劇的に上がる必然性もない。

筆者はここで紹介したような論考を読んで、マイナス金利政策の便益が費用を上回るか、には多少なりとも疑問がある。しかし、「副作用」として指摘されている点の中で、財政や日銀に関して言われていることは、やや「的外れ」か「誇張」ではないかという印象がぬぐえない。

<参考文献>

- 齊藤壽彦(2016)「日本銀行のマイナス金利政策とその影響—副作用を中心として—」『千葉商大論叢』54(1), 1-27
- 原田泰(2016)「マイナス金利の政策意図と効果」『企業会計』68(10), 24-31
- 深尾光洋(2016)「量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法」『三田商学研究』59(2), 15-30
- 福井義高(2016)「マイナス金利は人口減少社会のデフォルトかも」『企業会計』68(10), 32-39
- 福田慎一(2016)「マイナス金利のマクロ経済学—なぜ金利をマイナスに下げるのか」『経済セミナー』2016年10-11月号、25-29。